

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty podniku ŠKODA VAGONKA a. s.

Determination of the Value of the Company ŠKODA VAGONKA a. s.

Student: Bc. Magda Daňhelová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2011

Mistopřísežně prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy 1. a 2., dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne 11. 7. 2011

.....
Magda Daňhelová

Ráda bych touto cestou poděkovala Ing. Josefu Kašíkovi Ph.D. za vedení a cenné rady poskytnuté při zpracovávání diplomové práce.

Obsah

1. Úvod	7
2. Teoreticko-metodologická část.....	8
2.1 Finanční analýza	8
2.1.1 Metody finanční analýzy	9
2.1.2 Analýza poměrových ukazatelů	10
2.1.3 Analýza soustav ukazatelů	18
2.2 Stanovení hodnoty podniku	22
2.2.1 Kategorie hodnoty podniku.....	23
2.2.2 Metody pro stanovení hodnoty podniku	24
2.2.2.1 Výnosové metody.....	24
2.2.2.2 Majetkové metody	31
2.2.2.3 Tržní (komparativní) metody	32
3. Analytická část.....	33
3.1 Charakteristika podniku	33
3.2 Finanční analýza	35
3.2.1 Ukazatele rentability.....	35
3.2.2 Ukazatele aktivity	36
3.2.3 Ukazatele zadluženosti	39
3.2.4 Ukazatele likvidity.....	41
3.3 Analýza soustav ukazatelů	43
3.3.1 Altmanův model	43
3.3.2 Tafflerův model.....	44
3.3.3 Kralický Quick-test.....	45
3.3.4 Srovnání výsledků soustav ukazatelů	46
3.4 Stanovení hodnoty podniku	47
3.4.1 Finanční plán	47
3.4.2 Stanovení volných peněžních toků FCF_t	50
3.4.3 Stanovení nákladů na celkový kapitál WACC	51
3.4.4 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF_{Entity}	53
3.4.5 Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků	54
3.4.6 Srovnání výsledků	57

4. Návrhy a doporučení	58
5. Závěr	60

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

1. Úvod

V současnosti je problematika oceňování jednou z nejdůležitějších oblastí finančního řízení podniků. Podniková sféra a její chování je stále více ovlivňována globalizačními trendy, zostřováním konkurence či otevíráním nových trhů. Na tuto novou situaci podniky pochopitelně reagují a to ovlivňuje také oblast oceňování. Oceňování je nezbytné věnovat náležitou pozornost, neboť nevhodné postupy založené na nesprávných předpokladech by mohly vést k neracionálnímu ocenění statků a tím i k nesprávné alokaci kapitálu.

V samotném procesu oceňování podniku je důležité si především uvědomit, že oceňování samo o sobě je vlastně službou, kterou si zákazník objednává, a to proto, že mu to přináší užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle toho, jaké jsou potřeby a cíle objednatele. Proto by měl být celý proces přizpůsoben především potřebám a cílům daného podniku, jehož hodnota je zjišťována.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku ŠKODA VAGONKA a. s. k 1. 1. 2010, za pomoci vybraných metod oceňování.

První kapitola práce je věnována teoreticko-metodologickým východiskům a je rozdělena do dvou základních částí. První část je vyhrazena finanční analýze pro zjištění finančního zdraví podniku. Druhá část pak popisuje metodologii samotného oceňování. Tedy co je to vlastně oceňování, nebo jaký je základní rozdíl mezi cenou a hodnotou. Dále pak popisuje jednotlivé kategorie hodnoty podniku nebo metody, které lze pro stanovení hodnoty podniku využít.

Druhá, praktická část práce je rozdělena do čtyř kapitol. První je věnována samotnému podniku ŠKODA VAGONKA a. s., jehož hodnota bude zjišťována. Druhá část je zaměřena na minulost, tedy na zjišťování finančního zdraví podniku na základě výsledků v předchozích letech. To spočívá v provedení finanční analýzy, za využití poměrových ukazatelů a jejich soustav v podobě bonitních a bankrotních indikátorů. Třetí část je směřována spíše do budoucnosti a popisuje aplikaci jednotlivých metod pro stanovení hodnoty podniku. Součástí této kapitoly je také sestavení finančního plánu na období let 2010 – 2014. Poslední kapitola praktické části práce je pak věnována možným návrhům a doporučením, která pro podnik z provedených analýz plynou.

2. Teoreticko-metodologická část

2.1 Finanční analýza

Finanční analýza, anglicky financial analysis, slouží ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku. Pomáhá odhalit, zda je podnik dostatečně ziskový, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, zda využívá efektivně svých aktiv, zda je schopen včas splácet své závazky a celou řadu dalších významných skutečností. (Kanápková, 2010).

Finanční analýza je nedílnou součástí finančního řízení podniku. Jejím hlavním úkolem je komplexně posoudit úroveň současné finanční situace podniku, vyhlídky na finanční situaci v budoucnosti, připravit opatření ke zlepšení ekonomické situace a k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů.

Finanční analýzu lze rozdělit na tři na sebe navazující postupné fáze: diagnóza základních charakteristik (indikátorů) finanční situace, hlubší rozbor příčin zjištěného stavu, identifikace hlavních faktorů nežádoucího vývoje a návrh na opatření. (Dluhošová, 2010).

Výchozím a základním zdrojem informací pro finanční analýzu jsou především výkazy finančního a vnitropodnikového účetnictví. Výkazy finančního účetnictví lze jinak označit také jako výkazy externí, protože poskytují informace zejména externím uživatelům. Podávají přehled o stavu a struktuře majetku a zdrojích jeho krytí (rozvaha), o tvorbě a užití výsledků hospodaření (výkaz zisku a ztráty) a konečně o pohybu peněžních toků (výkaz cash flow). (Dluhošová, 2010). Výkazy vnitropodnikového účetnictví, si každý podnik vytváří podle svých vlastních potřeb. Mají interní charakter a nejsou běžně dostupné pro externí uživatele. Tyto výkazy zachycují zejména podnikové náklady v nejrůznějším členění, či spotřebu nákladů na jednotlivé výkony nebo podniková střediska. Kromě těchto základních zdrojů se využívá i řada dalších relevantních informací.

Zájem o informace, které finanční analýza poskytuje, má mnoho subjektů. Těmito subjekty jsou především: vlastníci, akcionáři, management podniku a vnitropodnikové hospodářské jednotky, dále banky, dodavatelé, odběratelé, zaměstnanci a odbory, vláda, orgány finanční zprávy a v neposlední řadě také konkurenti.

2. 1. 1 Metody finanční analýzy

Základem metod finanční analýzy jsou finanční ukazatele. Ty jsou obvykle vymezovány jako formalizované zobrazení hospodářských procesů. Finančním ukazatelem rozumíme také číselnou charakteristiku ekonomické činnosti podniku. Existuje celá řada ukazatelů a volba typu ukazatele je dána účelem a cílem finanční analýzy.

Metody finanční analýzy lze členit různě, ale v zásadě jde o dvě základní skupiny metod. Metody elementární, jež jsou běžně využívány ve firemní praxi a metody vyšší, k jejichž aplikaci je zapotřebí kvalitní softwarové vybavení. Těmito metodami se zabývají zpravidla specializované firmy a jsou do značné míry závislé na dostupnosti údajů.

Elementární metody lze členit do několika skupin, které jako celek představují nástroj pro komplexní finanční rozbor hospodaření podniku.

Obr. 2.1 – Elementární metody finanční analýzy



Zdroj: (RŮČKOVÁ, 2010) – přepracováno

Analýza stavových (absolutních) a ukazatelů

Jedná se zejména o analýzu majetkové a finanční struktury podniku a zahrnuje především horizontální a vertikální analýzu finančních výkazů.

Analýza rozdílových a tokových ukazatelů

Analýza tokových ukazatelů se týká především analýzy výnosů, nákladů, zisku a cash flow. Nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelem je pak čistý pracovní kapitál.

2. 1. 2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů patří k nejpoužívanějším metodám finanční analýzy. Mezi základní oblasti ukazatelů poměrové analýzy patří ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a kapitálového trhu. Všechny vzorce uvedené v této podkapitole byly čerpány z publikace Dluhošová, 2010.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability patří k nejsledovanějším ukazatelům finanční analýzy, neboť nejlépe vystihují schopnost podniku dosahovat co největších výnosů, a na tom základě i naplňovat základní cíl podniku v podobě maximalizace jeho tržní hodnoty. (Marek, 2006).

Obecně se rentabilita vypočítá jako poměr dosaženého zisku vzhledem k vynaloženému kapitálu na jeho dosažení. Při analýze rentability rozlišujeme tři kategorie zisku. Ty lze vyčíst přímo z výkazu zisku a ztráty. První kategorií je EBIT neboli zisk před úroky a daněmi. Ten odpovídá provoznímu výsledku hospodaření a je využíván především při mezipodnikovém srovnávání. Další kategorií je EBT, což je zisk před zdaněním. Využívá se nejčastěji při srovnávání výkonnosti firem s rozdílným daňovým zatížením. Poslední kategorií je EAT, tedy zisk po zdanění nebo čistý zisk a jeho hodnotu nalezneme ve výkazu zisku a ztráty jako výsledek hospodaření za běžné účetní období.

Ke zjišťování rentability používáme nejčastěji tyto ukazatele: rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita tržeb.

Rentabilita aktiv (Return on Assets)

Ukazatel ROA je klíčovým měřítkem rentability, protože poměruje zisk a celkové aktivity vložené podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \quad (\%) \quad (2.1)$$

Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity)

Tento poměrový ukazatel vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů, které do podniku vložili vlastníci a akcionáři. Díky tomuto ukazateli mohou investoři zjistit, zda je jimi vložený kapitál reprodukován s náležitou intenzitou, která odpovídá riziku, které je spojeno s investicí. Růst tohoto ukazatele může znamenat např. zlepšení výsledku hospodaření, zmenšení podílu vlastního kapitálu ve firmě nebo také pokles úročení cizího kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (\%) \quad (2.2)$$

Rentabilita tržeb (Return on Sales)

Tento ukazatel vyjadřuje jakého zisku je podnik schopen dosahovat při dané úrovni tržeb, tedy kolik zisku dokáže podnik vyprodukovat z 1 Kč tržeb.

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}} \quad (\%) \quad (2.3)$$

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost společnosti využívat investované finanční prostředky a měří vázanost jednotlivých složek kapitálu v příslušných druzích aktiv nebo pasiv. Protože ukazatel poměruje nejčastěji tokovou veličinu (tržby) k určité stavové veličině, je možné ukazatele vyjádřit ve dvou základních typech vzorců:

- obrátka (rychlost obrátu): vyjadřuje počet obrátek jednotlivých položek aktiv nebo pasiv za určité období, během kterého bylo dosaženo daných tržeb
- doba obrátu: vyjadřuje počet dní, po které trvá jedna obrátka.

Obrátka celkových aktiv

Obrátka celkových aktiv měří intenzitu využití celkového majetku, neboli kolikrát se celková aktiva přemění v tržby. Čím vyšší obrátka aktiv je, tím efektivněji podnik využívá svůj majetek.

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.4)$$

Doba obratu celkových aktiv

Tento ukazatel zjišťuje, za jak dlouho dojde k jednomu obratu celkových aktiv.

$$\text{Doba obratu celkových aktiv} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{tržby}} \cdot 360 \text{ (dny)} \quad (2.5)$$

Obrátka zásob

Vyjadřuje, kolikrát se zásoby za sledované období, nejčastěji jednoho roku, přemění na jinou formu oběžných aktiv až po prodej výrobků a opětovný nákup zásob. Ukazatel lze rovněž počítat také v detailnější podobě, kdy místo souhrnné položky zásob dosadíme jednotlivé položky – materiál, nedokončená výroba, hotové výrobky, zboží.

$$\text{Obrátka zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}} \quad (2.6)$$

Doba obratu zásob

Výpočtem tohoto ukazatele zjišťujeme, kolik dnů jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Žádoucí u tohoto ukazatele je, doba obratu zásob byla co nejkratší.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360 \text{ (dny)} \quad (2.7)$$

Obrátka pohledávek

Obrátka pohledávek udává, jak rychle jsou pohledávky transformovány do hotovosti. Analogicky platí, že čím rychlejší je obrat pohledávek, resp. vyšší hodnota ukazatele, tím rychleji podnik inkasuje své pohledávky a může získanou hotovost použít k dalším nákupům nebo jiným investicím. (Mrkvička, 2006).

$$\text{Obrátka pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}} \quad (2.8)$$

Doba obratu pohledávek

Ukazatel vyjadřuje, jak dlouho se majetek podniku v průměru za rok vyskytuje ve formě pohledávek, resp. za jak dlouho jsou v podniku v průměru inkasovány pohledávky. (Mrkvička, 2006).

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (\text{dny}) \quad (2.9)$$

Obrátka závazků

Obrátka závazků udává, kolikrát se závazky podniku obrátí za sledované období v podnikových tržbách. Jednodušeji řečeno, tento poměr zjišťuje, kolikrát mohou být závazky podniku uhrazeny z tržeb.

$$\text{Obrátka závazků} = \frac{\text{tržby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.10)$$

Doba obratu závazků

Doba obratu závazků vypovídá o tom, jak rychle jsou spláceny závazky firmy. Tento ukazatel může být velmi užitečný pro věřitele nebo potencionální věřitele, protože z něj mohou vyčíst, jak firma dodržuje obchodně úvěrovou politiku.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (\text{dny}) \quad (2.11)$$

Ukazatele zadluženosti

Pojem zadluženost znamená skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv cizí zdroje neboli dluh. Ukazatele zadluženosti pak sledují vztah mezi cizími zdroji a vlastními zdroji. A na jejich základě se dále zjišťuje, v jakém rozsahu jsou aktiva podniku financována cizími a v jakém rozsahu vlastními zdroji.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio)

Tento ukazatel charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu a udává, do jaké míry je podnik schopen krýt své prostředky (majetek) vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční samostatnost. (Dluhošová, 2010).

$$\text{Podíl VK na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (\%) \quad (2.12)$$

Celková zadluženost

Tento ukazatel hodnotí přiměřenost zadlužení podniku. Celková zadluženost představuje podíl celkových dluhů (závazků) k celkovým aktivům a měří tak podíl věřitelů na celkovém kapitálu, z něhož je financován majetek firmy. (Dluhošová, 2010).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (\%) \quad (2.13)$$

Pro podnik není důležitá jen samotná hodnota cizího kapitálu, ale také jeho struktura. Proto lze ukazatel celkové zadluženosti dále rozdělit na dva analytické ukazatele, a sice dlouhodobou a běžnou zadluženost. Dlouhodobá zadluženost vyjadřuje, podíl dlouhodobých cizích zdrojů na celkových aktivech a běžná zadluženost pak podíl krátkodobých cizích zdrojů na celkových aktivech.

Dlouhodobá zadluženost

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (\%) \quad (2.14)$$

Běžná zadluženost

$$\text{Běžná zadluženost} = \frac{\text{krátkodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (\%) \quad (2.15)$$

Zadluženost vlastního kapitálu (Debt/Equity Ratio)

U každého podniku se akceptovatelná výše zadluženosti vlastního kapitálu liší. Záleží na tom, v jaké vývojové fázi se firma nachází a také na tom, jaký postoj mají vlastníci k riziku. U stabilních podniků by se měla pohybovat v rozmezí 80 – 120 %.

$$\text{Zadluženost VK} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (\%) \quad (2.16)$$

Úrokové krytí

Tento ukazatel je zkonstruován tak, aby mohl podnik zjistit, zda je pro něj únosné jeho dluhové zatížení. Vyjadřuje tedy, kolikrát je zisk vyšší než úroky. Pokud je hodnota tohoto ukazatele 100 %, znamená to, že zisk podniku postačí pouze na pokrytí úroků, pokud je hodnota menší než 100 %, znamená to, že si podnik nevydělal ani na uhrazení úroků.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}} \quad (2.17)$$

Úrokové zatížení

Ukazatel úrokového zatížení naopak udává, jakou část vytvořeného zisku odčerpají úroky. Pokud má podnik dlouhodobě nízké úrokové zatížení, může si dovolit větší podíl cizích zdrojů.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{\text{EBIT}} \quad (2.18)$$

Ukazatele likvidity

Likvidita majetku představuje schopnost dané složky majetku se co nejrychleji a bez velké ztráty hodnoty přeměnit na peněžní hotovost. Naproti tomu likvidita podniku vyjadřuje schopnost podniku přeměnit svůj majetek na peněžní prostředky a tím pak uhradit své závazky.

Ukazatele likvidity patří mezi jedny z rozhodujících indikátorů platební schopnosti podniků. Ukazatele odvozují solventnost podniku od poměru nejlikvidnější skupiny podnikových aktiv a krátkodobých závazků podniku.

Běžná likvidita (Current Ratio)

Běžná likvidita ukazuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku, nebo také kolika jednotkami oběžných aktiv je kryta jedna jednotka krátkodobých závazků. (Růčková, 2010). Vypovídá tedy o tom, jak by byl podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby proměnil veškerá oběžná aktiva v daném okamžiku na peněžní prostředky. Jeho hlavní slabina však spočívá v tom, že často není splněn předpoklad, že oběžná aktiva bude možné v krátkém čase přeměnit na peněžní prostředky.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.19)$$

Pohotová likvidita (Quick Ratio – Acid Test Ratio)

Tento ukazatel eliminuje nedostatky předchozího ukazatele. Při vyjádření podílu se totiž berou v úvahu z oběžných aktiv jen pohotové prostředky, tj. pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry a pohledávky v tzv. čisté výši, tj. pohledávky po korekci opravnou položkou k pohledávkám. Dále je také možné pro větší přesnost upravit čítec o pohledávky, jejichž návratnost je pochybná a likvidita nízká. Doporučená výsledná hodnota tohoto ukazatele je 1,0 – 1,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.20)$$

Okamžitá likvidita (Cash Ratio)

Základní položkou pohotových a tedy i nejlikvidnějších platebních prostředků tvoří peníze na účtech, peníze v hotovost a šeky. Lze do nich také zařadit různé formy rychle mobilizovatelných finančních rezerv. Jde o ukazatel poměrně nestabilní, je tedy významný jen z krátkodobého hlediska. Dlouhodobě tedy většinou slouží jen k dokreslení skutečné úrovně likvidity podniku.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.21)$$

Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital)

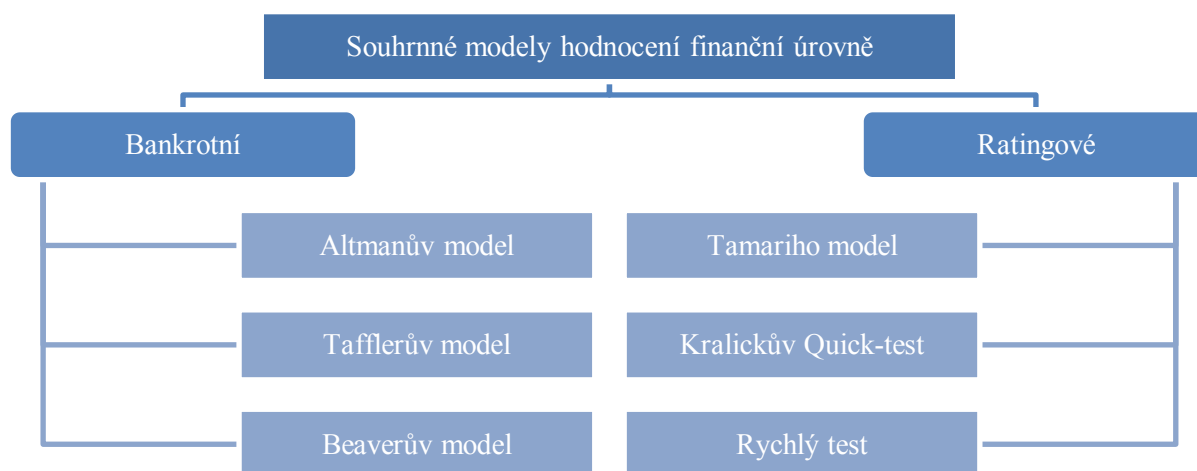
Čistý pracovní kapitál představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikových záměrů. Představuje tedy část oběžného majetku, která je finančně kryta dlouhodobými zdroji. Výše čistého pracovního kapitálu je určena skladbou bilance podniku. Pokud má mít podnik zajištěnou likviditu, pak krátkodobá aktiva mají být vyšší než krátkodobé závazky. Jestliže se dlouhodobým kapitálem financuje krátkodobý oběžný majetek, hovoříme o překapitalizování podniku. Opačně, jestliže se krátkodobý cizí kapitál podílí na krytí dlouhodobého (fixního) majetku, hovoříme o podkapitalizování podniku. (Dluhošová, 2010).

$$\text{ČPK} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (2.22)$$

2. 1. 3 Analýza soustav ukazatelů

Pro hodnocení finanční úrovně podniku se kromě jednotlivých skupin poměrových ukazatelů používá také analýza soustav ukazatelů. Jedná se o specifické metody, jejichž smyslem je vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnosti podniku jedním číslem. Tyto souhrnné modely bývají také označovány jako systémy včasného varování nebo predikční modely finanční úrovně podniku. Vzorce pro výpočet Altmanova modelu byly čerpány z publikace Dluhošová, 2010, Tafflerův model a Kralickův Quick-test pak z Růčková, 2010.

Obr. 2. 2 – Přehled vybraných souhrnných modelů finanční úrovně



Zdroj: (DLUHOŠOVÁ, 2010)

U bankrotních a ratingových modelů se vychází ze stejného předpokladu, že existují jevy ve vývoji finanční situace podniku, které jsou identifikovatelné se symptomy zhoršující se finanční situace v podniku, která může vyústit ve vyhlášení bankrotu podniku. Společné všem typům modelu je přiřazení koeficientu hodnocení, který vyjadřuje určitou úroveň finanční situace podniku. (Dluhošová, 2010).

Podstatným rozdílem těchto dvou skupin finančních predikčních modelů je to, že u bankrotních se hodnotí možnost úpadku, kdežto u ratingových se hodnotí možnost zhoršení finanční situace podniku.

Všechny predikční modely však mají pouze doplňující charakter a nemohou zcela nahradit základní finanční analýzu, která je zaměřena na detailnější zkoumání jednotlivých oblastí finančního hospodaření podniku. Přesto mají v praktickém životě svůj význam a poskytují rychlý obraz o globální finanční pozici podniku.

Altmanův model

E. Altman prováděl predikci bankrotu za použití skupiny 66 výrobních podniků, které byly rovnoměrně rozděleny na bankrotující a nebankrotující. Z původního souboru 22 poměrových ukazatelů byl pak odhadnut model Z score, jehož přesnost predikce je 80%.

Altmanův model pro společnosti, jejichž akcie **jsou** obchodovatelné na kapitálovém trhu, má následující tvar:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5 \quad (2.23)$$

X_1 pracovní kapitál/aktiva celkem

X_2 nerozdělený zisk/aktiva celkem

X_3 zisk před úroky a daněmi/aktiva celkem

X_4 tržní cena akcií/dluhy celkem

X_5 tržby celkem/aktiva celkem

Podniky s minimální pravděpodobností bankrotu mají $Z > 2,99$; podniky v šedé zóně $1,81 < Z < 2,99$; podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu mají $Z < 1,81$.

Altmanův model pro společnosti, jejichž akcie **nejdou** obchodovatelné na kapitálovém trhu, má následující tvar:

$$Z = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5 \quad (2.24)$$

Interpretace jednotlivých symbolů je stejná, jako v předchozím případě s výjimkou proměnné X_4 .

X_4 vlastní kapitál/dluhy celkem.

Podniky s minimální pravděpodobností bankrotu mají $Z > 2,90$; podniky v šedé zóně $1,20 < Z < 2,90$; podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu mají $Z < 1,20$. (Dluhošová, 2010).

Tafflerův model

Dalším modelem, který sleduje riziko bankrotu společnosti je Tafflerův model. Model je založen na ukazatelích, které odrážejí klíčové charakteristiky platební neschopnosti podniku. (Dluhošová, 2010). Tento model existuje ve dvou tvarech, základním a modifikovaném. Modifikovaný tvar se používá v případě, že není k dispozici dostatečné množství informací.

$$Z_T = 0,53X_1 + 0,13X_2 + 0,18X_3 + 0,16X_4 \quad (2.25)$$

X_1 EBT/krátkodobé závazky

X_2 oběžná aktiva/cizí zdroje

X_3 krátkodobé závazky/aktiva celkem

X_4 (finanční majetek – krátkodobé dluhy)/provozní náklady

Podniky s malou pravděpodobností bankrotu mají $Z_T > 0$; u podniků s vysokou pravděpodobností bankrotu je $Z_T < 0$.

Kralickův Quick-test

Kralickův Quick-test se skládá ze soustavy čtyř rovnic, na jejich základě je pak hodnocena situace podniku. První dvě rovnice hodnotí finanční stabilitu firmy a druhé dvě výnosovou situaci. Při výpočtu Quick-testu se postupuje v několika krocích. Nejprve se vypočítaným dílčím rovnicím přidělí bodové hodnocení podle Tab. 2.1. Pak následuje hodnocení finanční stability podniku, výnosové situace a hodnocení celkové situace podniku. Toto hodnocení se provádí podle následujících vzorců:

$$\text{Finanční stabilita (FS)} = (R_1 + R_2)/2 \quad (2.26)$$

$$\text{Výnosová situace (VS)} = (R_3 + R_4)/2 \quad (2.27)$$

$$\text{Celková finanční situace (CS)} = (FS + VS) / 2 \quad (2.28)$$

R₁ vlastní kapitál/aktiva celkem

R₂ dluhy celkem – peněžní prostředky/provozní cash flow

R₃ EBIT/aktiva celkem

R₄ provozní cash flow/provozní výnosy

Tab. 2.1 – Bodování výsledků Kralickova Quick-testu

	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	< 0	0 – 0,1	0,1 – 0,2	0,2 – 0,3	> 0,3
R2	< 3	3 – 5	5 – 12	12 – 30	> 30
R3	< 0	0 – 0,08	0,08 – 0,12	0,12 – 0,15	> 0,15
R4	< 0	0 – 0,05	0,05 – 0,08	0,08 – 0,1	> 0,1

Zdroj: RŮČKOVÁ, 2010

U bonitních podniků se bodové hodnocení celkové situace pohybuje na úrovni $CS > 3$; hodnoty nižší než $CS < 1$ signalizují potíže ve finančním hospodaření firmy; hodnoty v rozmezí $1 < CS < 3$ pak prezentují podniky v šedé zóně.

2. 2 Stanovení hodnoty podniku

Stanovení hodnoty podniku je důležitým manažerským nástrojem řízení podniku. Otázka hodnoty společnosti je významným kritériem nejen při taktickém řízení firmy, ale také při řadě dlouhodobých strategických rozhodnutí managementu.

V úvodu je důležité rozlišit mezi pojmy cena a hodnota. **Cenou** se rozumí konkrétní částka zaplacená za podnik v daném čase a na daném místě. Cenu ovlivňuje celá řada faktorů, jako je například poptávka a nabídka, fáze vývoje ekonomiky, strategie vyjednávání nebo psychologické faktory. **Hodnotou** podniku, se pak rozumí částka, bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu. Hodnota tedy není skutečností, ale představuje odhad pravděpodobné ceny, na které by se s největší pravděpodobností dohodli kupující a prodávající.

Dále je důležité rozlišit hladiny, na kterých je možné podnik oceňovat. Hodnota **brutto** je hodnota podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky. Zahrnuje, jak hodnotu pro vlastníky, tak hodnotu pro věřitele. Naproti tomu hodnotou **netto** rozumíme ocenění pouze na úrovni vlastníků podniku. V zásadě se tedy oceňuje vlastní kapitál.

Pro oceňování podniku existuje celá řada podnětů, a to například: koupě či prodej podniku, vklad do nově zakládaného podniku, splynutí či přeměny podniku, rozdělení zisku, rozhodování o sanaci nebo likvidaci společnosti, emise akcií, uvádění podniku na burzu, poskytování úvěrů, ocenění účastí společníků a v neposlední řadě také ocenění pro účely zdanění.

V každém případě by u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí. (Mařík, 2007).

2. 2. 1 Kategorie hodnoty podniku

Existuje několik základních kategorií hodnoty podniku, kdy každá z nich má své opodstatnění a je používána pro specifickou situaci. Na začátku oceňování je tedy vhodné uvědomit si, jaká hodnota nás zajímá. Rozlišujeme tyto základní kategorie hodnoty podniku: účetní hodnota, tržní hodnota, investiční hodnota a likvidační hodnota.

Účetní hodnota (angl. Book Value) je hodnota podniku zjištěná z rozvahy, konkrétně jde o hodnotu vlastního kapitálu podniku.

Tržní hodnota (angl. Market Value) je odhadnutá potenciální tržní částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi kupujícím a prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Tržní hodnota je založena na předpokladu nejlepšího možného využití majetku a proces oceňování tedy vyžaduje adekvátní a relevantní průzkum trhu.

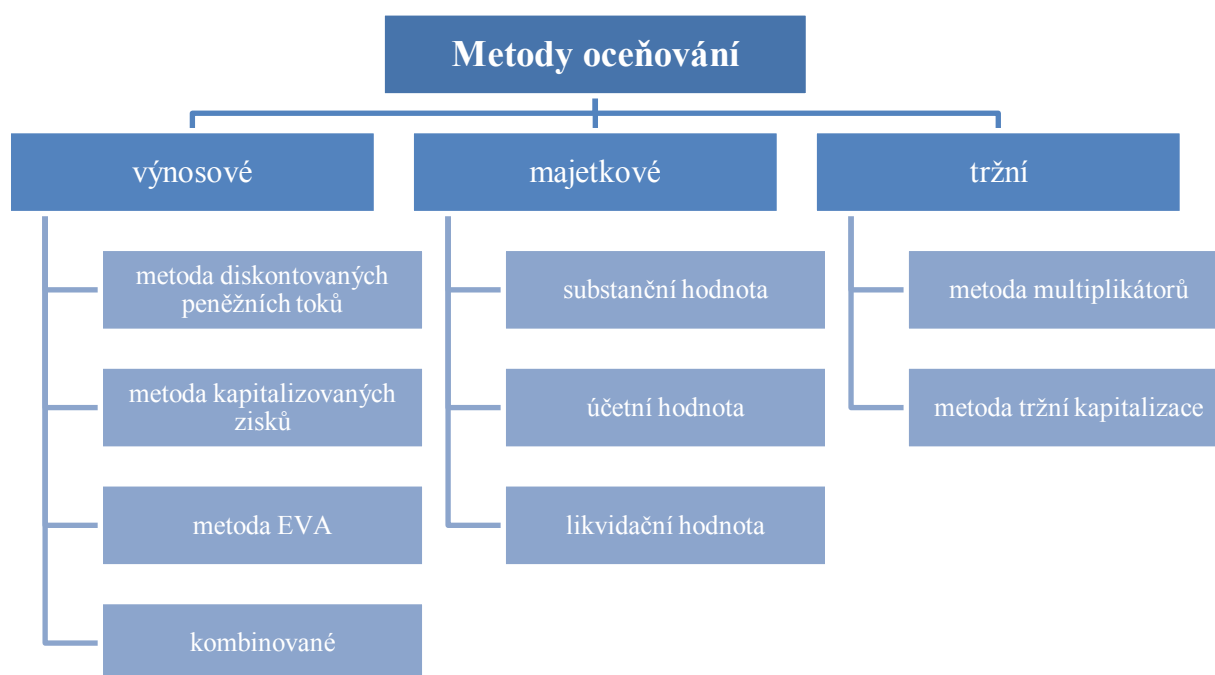
Investiční hodnota (angl. Investment Value) je hodnota, která je dána individuálním názorem účastníka transakce, tedy očekávanými užitky plynoucími z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího apod. Je to hodnota pro konkrétního investora nebo skupinu investorů, kteří mají své finanční cíle. Investiční hodnota může být vyšší nebo nižší než hodnota tržní.

Likvidační hodnota (angl. Liquidation Value) vyjadřuje množství peněžních prostředků, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku v určitém omezeném čase.

2. 2. 2 Metody pro stanovení hodnoty podniku

Pro stanovení hodnoty podniku existuje celá řada metod. Výběr správné metody oceňování je rozhodující pro to, zda bude cíl oceňování naplněn či nikoliv. Volba metod je také značně ovlivněna tím, jaký je účel oceňování a jaký je subjektivní postoj oceňovatele. V zásadě se ale jednotlivé metody člení na tři základní okruhy: metody opírající se o analýzu výnosů podniku (výnosové), metody založené na analýze aktuálních cen na trhu (tržní) a metody založené na ocenění jednotlivých majetkových položek (majetkové).

Obr. 2.3 – Přehled vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku



Zdroj: (MAŘÍK, 2007) – přepracováno

2. 2. 2. 1 Výnosové metody

Základním předpokladem u této skupiny metod je, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, mezi které patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Za tyto výnosy se obvykle považují skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku, avšak je možné použít jako základ ocenění i jinak chápané výnosy. Podle toho, jaká veličina je pod pojmem výnosy myšlena se pak rozlišují jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku.

Metoda diskontovaných peněžních toků DCF

Je považována za základní výnosovou metodu pro stanovení hodnoty podniku. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy i reálným vyjádřením užítu z drženého statku, a přesně tak odráží teoretickou definici hodnoty. Obecně lze rozlišit tři základní techniky výpočtu výnosové hodnoty podniku metodou DCF. Metoda „entity“, která vychází z peněžních toků, které by byly k dispozici, jak pro vlastníky, tak pro věřitele a jejich diskontováním je stanovena hodnota podniku jako celku. Metoda „equity“, při jejímž použití se vychází peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku a metoda „APV“, která pracuje s upravenou současnou hodnotou.

Veškeré vzorce potřebné pro výpočet peněžních toků a nákladů na celkový kapitál uvedené v této kapitole, věnující se metodě diskontovaných peněžních toků DCF, byly čerpány z publikace Dluhošová, 2010, ostatní pak z Kašík, 2009.

Metoda DCF_{Entity}

U této metody je oceňován celkový kapitál a to tak, že volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele FCFF je diskontován nákladem celkového kapitálu WACC. Cílem metody je tedy tržní ocenění celkového kapitálu podniku a propočet je následující:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^T} \quad (2.29)$$

V hodnota podniku

FCF_t (Free Cash-flow) volné Cash-flow v jednotlivých letech

TV pokračující hodnota podniku

T počet let, pro která se prognózování provádí

WACC (Weighted Average Costs of Capital) náklady na celkový kapitál

(1+WACC)^t diskontní faktor pro jednotlivé roky

Výpočet FCF_t

$$FCF_t = EBIT(1 - t) + \text{odpisy} - \Delta\check{CPK} - INV \quad (2.30)$$

$\Delta\check{CPK}$ změna současného stavu čistého pracovního kapitálu

INV investiční výdaje

Výpočet TV

$$TV = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g} \quad (2.31)$$

FCF_{T+1} úroveň disponibilního peněžního příjmu v 1 roce po prognózovaném období

g předpokládaná míra růst FCF během 2. fáze

Stanovení nákladů na celkový kapitál $WACC$

$$WACC = R_D(1 - t) \frac{D}{C} + R_E \frac{E}{C} \quad (2.32)$$

R_D náklady na úročený cizí kapitál

R_E náklady na vlastní kapitál

t sazba daně z příjmů

D (Debt) úročený cizí kapitál

E (Equity) vlastní kapitál

C celkový investovaný kapitál

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál lze chápat jako výnosnost kapitálu, která je požadována vlastníky podniku. Obecně platí, že náklady na vlastní jsou pro podnik vyšší než náklady na cizí kapitál. To je dáno především tím, že výnos věřitele je zaručený a pravidelný a to bez ohledu na ziskovost dlužníka. Navíc své peněžní prostředky vkládá na dobu určitou, za kterou se mu následně vrátí. Vlastník však vkládá prostředky na dobu neomezenou a jeho výnos závisí na hospodářské situaci, která je spojena s celou řadou podnikatelských rizik.

Základními metodami pro odhad nákladů vlastního kapitálu jsou následující:

Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Představuje tržní přístup ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Jedná se o rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv, kdy je rovnováha dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Jde o jednofaktorový model, který je založen na funkčním lineárním vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia.

Arbitrážní model oceňování – APM (Arbitrage Pricing Model)

Model APM je alternativním tržním přístupem pro stanovení nákladů na vlastní kapitál. Patří mezi modely vícefaktorové, protože bere v úvahu jak makroekonomické, tak mikroekonomické faktory.

Dividendový růstový model

Využívá se pro oceňování akcií, kdy tržní cena akcie je dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Za předpokladu, že držba akcií je nekonečně dlouhá a hodnota dividendy DIV je konstantní, lze pak stanovit tržní cenu akcie jako perpetuitu.

Stavebnicové modely

Stavebnicové modely se využívají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, kde nelze všeobecně použít model CAPM a arbitrážní model. (Dluhošová, 2010). Stavebnicových modelů existuje celá řada. Liší se podle algoritmu stanovení a vyčíslení rizikových přírážek. Jednou z možností je stavebnicový model využívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu, podle kterého jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ rovny nákladům na vlastní kapitál R_E^U a je možné je vyčíslit následovně:

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{LA} + R_{podnikatelské} + R_{finstab} \quad (2.33)$$

R_F bezriziková úroková míra

R_{LA} riziková přírážka charakterizující velikost podniku

$R_{podnikatelské}$ riziková přírážka charakterizující produkční sílu

$R_{finstab}$ riziková přírážka charakterizující finanční likviditu

Dle tohoto modelu jsou pak náklady celkového kapitálu zadlužené firmy $WACC_L$ stanoveny takto:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right) \quad (2.34)$$

a náklady kapitálu takto:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}} \quad (2.35)$$

A aktiva celkem

UZ úplatné zdroje ($UZ = VK + BU + OBL$)

CZ čistý zisk

Z hrubý zisk

UM úroková míra

Riziková přírážka charakterizující velikost podniku R_{LA}

Pro stanovení rizikové přírážky charakterizující velikost podniku platí následující podmínky: je-li $UZ \geq 3$ mld. Kč, tak $R_{LA} = 0\%$; $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 5\%$ a je-li $0,1 < UZ < 3$ mld. Kč, platí:

$$R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2 \quad (2.36)$$

Stanovení rizikové přírážky charakterizující produkční sílu podniku $R_{podnikatelské}$

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu podniku je závislá na ukazateli $ROA = EBIT/A$, který je porovnáván s ukazatelem $X1$ vyjadřujícím nahrazování úplného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Tento ukazatel je definován:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM \quad (2.37)$$

Pro stanovení přírážky pak platí tyto podmínky: pokud je $ROA > X1$, pak $R_{podnikatelské} = 0\%$, pokud je $ROA < 0$, tak $R_{podnikatelské} = 10\%$ a pokud je $0 \leq ROA \leq X1$, pak:

$$R_{podnikatelské} = \left(\frac{X1 - ROA}{X1} \right)^2 \cdot 0,1 \quad (2.38)$$

Stanovení rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$

Riziková přírážka finanční stability vychází z ukazatele celkové likvidity

$$L3 = \frac{OA}{\text{kr. závazky} + \text{bank. úvěry a výpomoci} - \text{dl. bank. úvěry}} \quad (2.39)$$

přičemž jsou zároveň stanoveny doporučené mezní hodnoty likvidity, $XL1 = 1$ a $XL2 = 2,5$. Pro stanovení $R_{finstab}$ pak platí: je-li $L3 \leq XL1$, pak $R_{finstab} = 10\%$, pokud $L3 \geq XL2$, pak $R_{finstab} = 0\%$ a pokud bude $XL1 < L3 < XL2$, tak platí následující postup:

$$R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1 \quad (2.40)$$

Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu je možné vyjádřit jako úroky, které je třeba platit věřitelům. Úroková míra je dána situací na finančním trhu. Náklady kapitálu, které firma získá ve formě dluhu, jsou pak vyjádřeny jako úrok, snížený o daňový štít, tedy o úsporu z daní, které z použití cizího kapitálu plynou. Vzorec pro výpočet nákladů na cizí kapitál je následující:

$$R_D = i(1 - t) \quad (2.41)$$

Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků. Zisky jsou odhadovány z historických dat. Východiskem stanovení jsou údaje z bilance a výkazu zisku a ztráty za období 3 až 5 let. Klíčovým údajem je tzv. trvale udržitelný zisk, to je účetní zisk, který je podroben řadě korekcí, jako například úpravě odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných nákladů a nákladů přechodného charakteru aj. Propočet odhadovaného trvale udržitelného zisku Z je dle Dluhošová, 2010 následující:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t \quad (2.42)$$

Z_t zisk v minulých obdobích upravený o korekce

w_t váhy přiřazené jednotlivým obdobím

T počet let zahrnutých do výpočtu.

Odhad hodnoty podniku na bázi trvalého zisku pak v případě perpetuity lze spočítat takto:

$$V = \frac{Z}{R} \quad (2.43)$$

R kalkulovaná úroková míra. (Dluhošová, 2010).

Metoda EVA

Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added) je chápána jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Jejím základním principem je měření ekonomického zisku, kterého je dosaženo, když jsou uhrazeny nejen běžné základy, ale i náklady kapitálu. Tato veličina je využívána jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Ekonomická přidaná hodnota je v podstatě ukazatelem výkonnosti, ale překonává nedostatky ukazatelů, běžně pro tento účel využívaných. Těmito nedostatky jsou především nezohlednění časové hodnoty peněz a rizika investorů či možnost ovlivňovat výši vykázaného zisku.

Výpočet ukazatele EVA

Základní obecná podoba vzorce pro výpočet ukazatele EVA je následující:

$$EVA = NOPAT - \text{Capital} \cdot WACC \quad (2.44)$$

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), tj. zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) po dani

Capital..... kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku. (Mařík, 2007).

2. 2. 2. 2 Majetkové metody

Majetkové metody oceňování podniku spočívají v oceňování jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů.

Účetní hodnota

Výpočet účetní metody vychází ze stavových veličin, které jsou poskytnuty rozvahou. Základem je ocenění fixního majetku, oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. U tohoto přístupu se nejprve oceňují jednotlivé složky aktiv zvlášť. Souhrnné ocenění aktiv pak dostaneme jako jejich součet. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu pak se provádí dle publikace Dluhošová, 2010 podle následujícího vzorce:

hodnota vlastního kapitálu

$$= \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů} \quad (2.45)$$

Substanční hodnota

Základem ocenění je reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snížená o reálně ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění, a to za předpokladu, že podniku bude pokračovat v činnosti. Pod pojmem substanční hodnota rozumíme souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků.

Metoda substanční hodnoty má oproti metodě účetní hodnoty své přednosti, avšak také nedostatky. Předností je, že při oceňování položek majetku sleduje tržní podmínky a lze tak reálněji zobrazit hodnotu majetku podniku. Nedostatkem je pak skutečnost, že nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku.

Likvidační hodnota

Podstata metody likvidační hodnoty spočívá v tom, že podnik k určitému datu končí svou činnost, jednotlivá aktiva budou rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku. Likvidační hodnota je tedy hodnota majetku k určitému časovému okamžiku a tvoří spodní hranici hodnoty podniku. Výpočet likvidační hodnoty není možné přesně určit, protože konkrétní výnos z prodeje je závislý na mnoha obtížně odhadnutelných okolnostech.

2. 2. 2. 3 Tržní (komparativní) metody

Tyto metody se označují také jako metody relativního oceňování nebo metody tržního srovnání. Podstatou komparativních metod je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Ocenění na základě srovnání s podobnými podniky se provádí u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích. (Dluhošová, 2010).

3. Analytická část

3.1 Charakteristika podniku

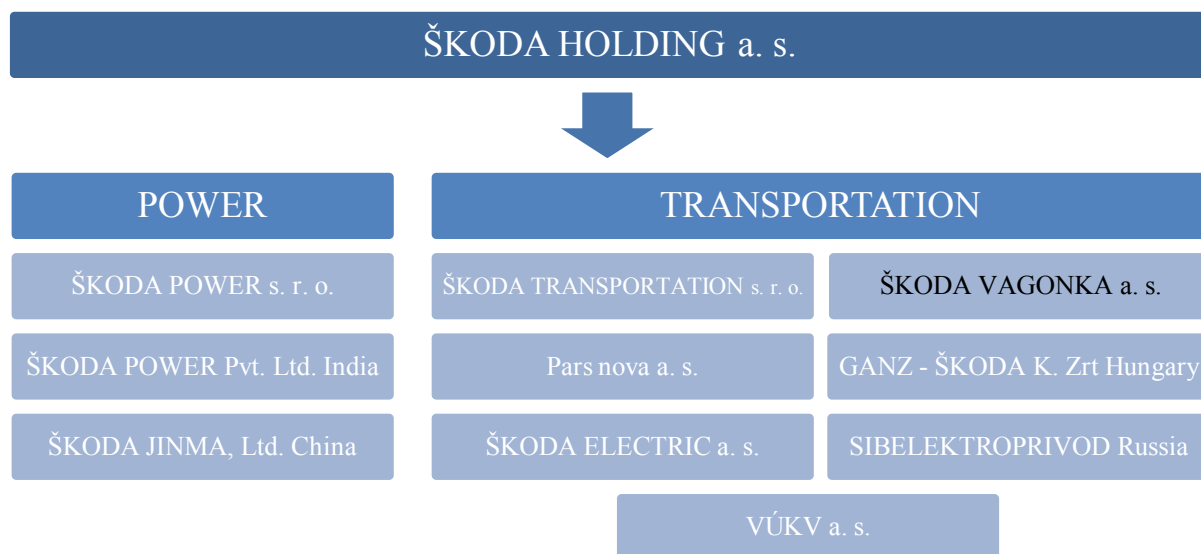
ŠKODA VAGONKA a.s. je přímým pokračovatelem tradice výroby osobních kolejových vozidel ve Studénce. Počátek výroby kolejových vozidel ve Vagonce spadá do začátku minulého století. V té době podnikatel Adolf Schustala zakládá akciovou společnost "Staudinger Waggonfabrik A.G." se sídlem v Butovicích u Studénky. Do firemního rejstříku Krajského soudu v Novém Jičíně byla dle tehdy platných zákonů zapsána 12. prosince 1900 a tím i oficiálně založena.

Od doby založení prošel podnik řadou výrobních, organizačních a vlastnických změn, kdy byl mimo jiné např. v roce 1929 součástí Ringhofferova koncernu, od roku 1997 holdingu ČKD Praha. V roce 1998 byl přejmenován na ČKD Vagonka Studénka, a. s. a u příležitosti stého výročí založení byla společnost přemístěna ze Studénky do moderních, nově rekonstruovaných prostor v Ostravě.

Od roku 2005 je ŠKODA VAGONKA a.s. začleněna do skupiny ŠKODA HOLDING. Společnost ŠKODA HOLDING a. s., která stojí v čele této skupiny je 100 % vlastníkem podniku a právě ona se také zasloužila o jeho finální přejmenování z ČKD Vagonka Studénka, a. s. do současné podoby.

Skupina ŠKODA HOLDING rozvíjí v současné době dva základní výrobní obory: dopravní strojírenství a zařízení pro klasickou energetiku. Dalšími firmami ve skupině v oboru dopravního strojírenství, který zaměstnává více než 2,5 tisíce lidí, jsou: ŠKODA TRANSPORTATION (výrobce kolejových vozidel – tramvaje, lokomotivy), ŠKODA ELECTRIC (výrobce trolejbusů a kompletních pohonů), vývojové a výzkumné kapacity a ruská akvizice Sibelektroprivod v Novosibirsku.

Obr. 3.1 – Členění skupiny ŠKODA HOLDING



Zdroj: vlastní zpracování

Současný název společnosti je ŠKODA VAGONKA a. s. a sídlí na ulici 1. Máje v Ostravě. Právní formou je akciová společnost, v jejímž čele stojí valná hromada jako nejvyšší orgán, dále představenstvo a dozorčí rada. Ředitelem společnosti a zároveň předsedou představenstva je Ing. Jiří Paruza.

Základní kapitál společnosti zapsaný v Obchodním rejstříku je 106 734 430 Kč. Hlavním předmětem podnikání společnosti je vývoj, konstrukce, výroba, prodej, servis, opravy a modernizace osobních kolejových vozidel hnaných i hnacích, včetně jejich dílů, pohonných systémů a speciálních strojů. Výroba ostatních motorových dopravních prostředků. Stavba strojů s mechanickým pohonem. Dále pak výroba stavebnicových buněk obecného využití, koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej, zprostředkovatelská činnost v oblasti obchodu a služeb, kopírování, rozmnožování, pronájem bytových a nebytových prostor, ubytovací služby, správa nemovitostí.

Ke konci roku 2009 činil stav zaměstnanců společnosti 472, což ji řadí mezi středně velké až velké podniky. Organizační struktura společnosti je liniová a dělí podnik na řadu odborných úseků a oblast techniko-výrobní činnosti, která se dále dělí na další samostatné úseky. Úseky se dále člení na odborné útvary a provozy. Organizační struktura společnosti je uvedena v příloze č. 3

3.2 Finanční analýza

Pro výpočet poměrových ukazatelů finanční byly využity údaje za pět let (2005 – 2009), které byly získány z finančních výkazů společnosti, které jsou součástí výročních zpráv. Finanční výkazy v plném rozsahu jsou, včetně podrobných výpočtů všech poměrových ukazatelů, uvedeny v přílohách č. 1, 2 a 4.

3.2.1 Ukazatele rentability

Tab. 3.1 – Ukazatele rentability (v %)

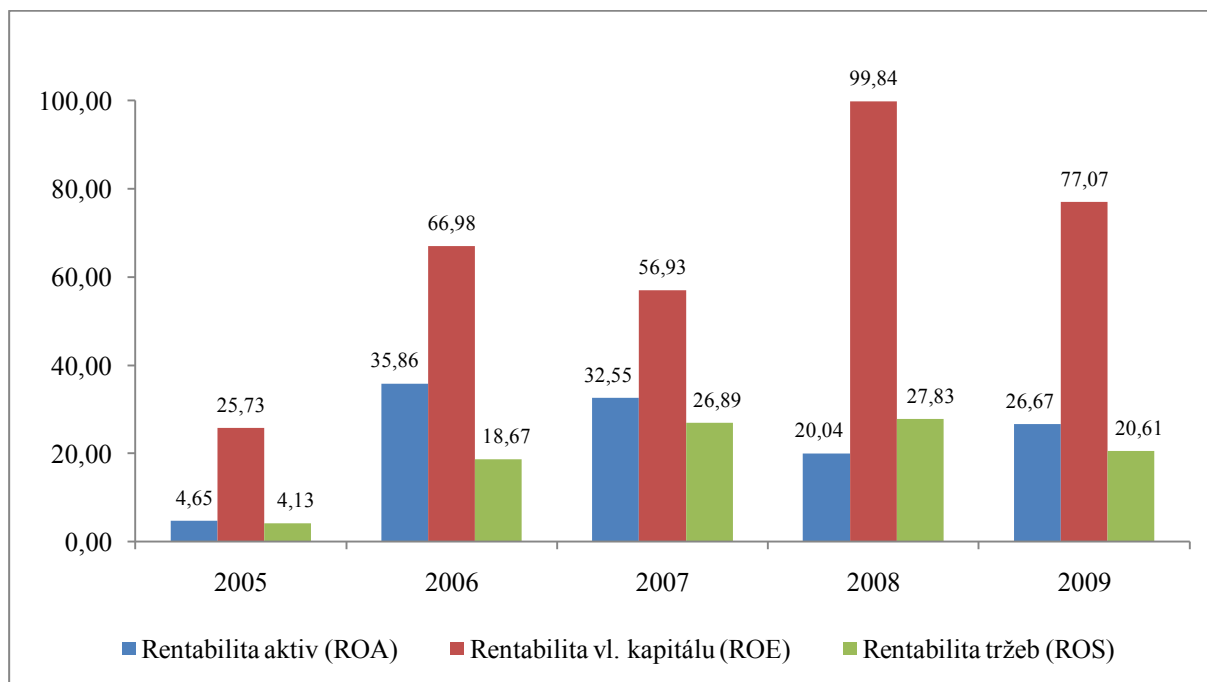
Ukazatel	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
Rentabilita aktiv (ROA)	4,65	35,86	32,55	20,04	26,67
Rentabilita vl. kapitálu (ROE)	25,73	66,98	56,93	99,84	77,07
Rentabilita tržeb (ROS)	4,13	18,67	26,89	27,83	20,61

Jak lze vyčíst s grafu 3.1 či tabulky 3.1 je vývoj všech třech ukazatelů rentability proměnlivý. Rentabilita aktiv, která je obecně považována za klíčové měřítko rentability a její hodnota by měla být pokud možno co nejvyšší, dosahuje svých nejvyšších hodnot v roce 2006 a 2007. V těchto letech byla 1 Kč aktiv vynakládána se zhodnocením více než 32%. V prvním sledovaném roce 2005 byla její hodnota nejnižší a to především díky nízkému provozním výsledku hospodaření, který společnost v tomto roce zaznamenala. Ten sice nebyl záporný, jako v předchozích letech, avšak jeho výše byla poměrně nízká. A tržby v tomto roce byly o více než třetinu nižší oproti roku následujícímu. To vše mělo vliv na to, že aktiva byla tehdy zhodnocena pouze ze 4,65 %.

Výnosnost vlastních zdrojů, kterou představuje ukazatel rentability vlastního kapitálu, se vyvíjela obdobně proměnlivě. Nejvyšší hodnoty dosáhla v roce 2008, kdy 1 Kč vlastního kapitálu vyprodukovala bez mála 1 Kč zisku a jeho zhodnocení bylo tedy 99,84%. Tento zásadní nárůst rentability vlastního kapitálu byl zapříčiněn především poklesem podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu společnosti. Nejnižší hodnoty dosáhla opět v roce 2005, kdy zhodnocení nebylo ani 26%. To bylo opět zapříčiněno nízkým výsledkem hospodaření v tomto roce.

Posledním ukazatelem v této skupině je rentabilita tržeb. Ta se vyvíjela obdobně jako předchozí ukazatele. Nejvyšších hodnot dosáhla v letech 2007 a 2008, kdy 1 Kč tržeb vyprodukovala přibližně 0,28 Kč čistého zisku. Naopak nejhorší hodnoty dosáhla v roce 2005, kdy byl čistý zisk společnosti nejnižší a tedy i stupeň ziskovosti. Na 1 Kč tržeb připadlo jen přibližně 0,04 Kč zisku.

Graf. 3.1 – Vývoj ukazatelů rentability v letech 2005 – 2009 (v %)



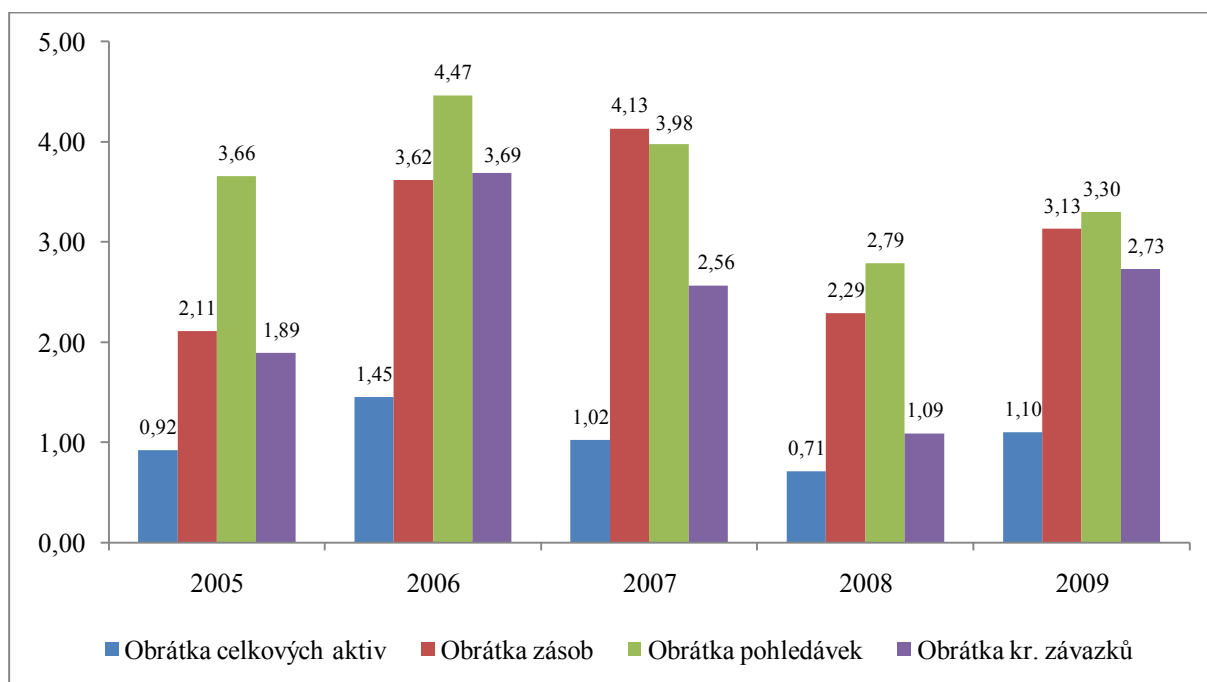
3. 2. 2 Ukazatele aktivity

Tab. 3.2 – Ukazatele aktivity (počet obrátek, dny)

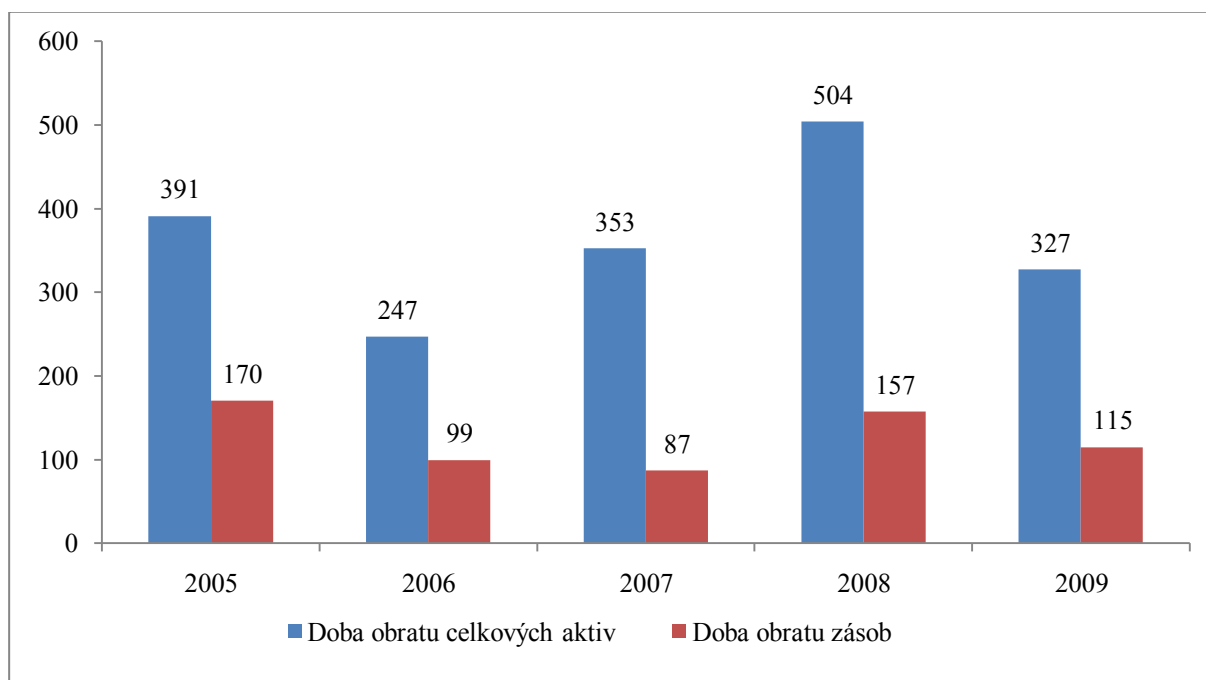
Ukazatel	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
Obrátka celkových aktiv	0,92	1,45	1,02	0,71	1,10
Doba obratu celkových aktiv	391	247	353	504	327
Obrátka zásob	2,11	3,62	4,13	2,29	3,13
Doba obratu zásob	170	99	87	157	115
Obrátka pohledávek	3,66	4,47	3,98	2,79	3,30
Doba obratu pohledávek	98	81	91	129	109
Obrátka kr. závazků	1,89	3,69	2,56	1,09	2,73
Doba obratu kr. závazků	190	98	140	330	132

Ukazatele aktivity, obecně znázorňující relativní vázanost kapitálu v různých formách aktiv se obdobně jako ukazatele rentability vyvíjely proměnlivě. V zásadě by hodnota obrátky měla být pokud možno co nejvyšší, protože to znamená, že podnik využívá daná aktiva efektivně a tím dříve se vrátí peněžní prostředky do nich vložené. Naproti tomu by doba obratu měla být co nejnižší, protože tím dříve dojde k jednomu obratu. Jak je možno vidět v tabulce 3.2 nebo grafech 3.2 a 3.3, nejlepších hodnot v tomto ohledu vykazuje skoro u všech ukazatelů rok 2006. Ze všech vypočtených ukazatelů dosahují obrátky nejvyšších hodnot a doba obratu je nejkratší. Celková aktiva se v tržbách v tomto roce obrátily 1,45x a jedna obrátka trvala 247 dní a zásoby 3,62x při době trvání 99 dní na obrátku. Naproti tomu opačných hodnot bylo dosahováno, až na jednu výjimku, v roce 2008. Například obrátka celkových aktiv byla v tomto roce 0,71x a jeden obrat trval dokonce až 504 dní, tedy skoro rok a půl. Obrátka a doba obratu zásob dosáhla nejméně příznivých hodnot v roce 2005, kdy došlo pouze ke 2,11 obrátům zásob, a jeden obrat trval 170 dní.

Graf. 3.2 – Vývoj obrátkových ukazatelů v letech 2005 – 2009 (počet obrátek)



Graf. 3.3 – Vývoj ukazatelů doby obratu v letech 2005 – 2009 (dny)

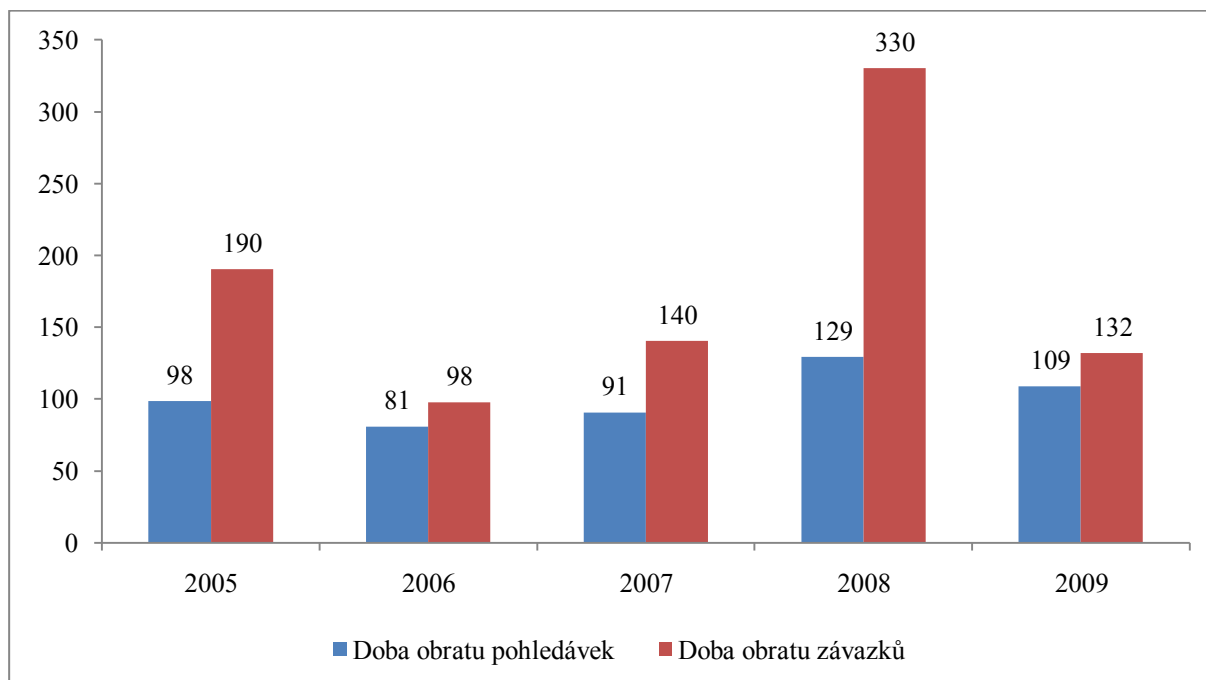


Zvláštními ukazateli, kterým je třeba věnovat více pozornosti je doba obratu pohledávek a závazků. Doba obratu pohledávek, která udává kolik dní je potřeba na transformaci pohledávek na hotovost, by měla být obecně 30 dní. V případě podniku ŠKODA VAGONKA by se však tato hodnota měla pohybovat okolo 90 dní, protože odběratelé platí podniku nejčastěji ve formě záloh a samotný proces placení faktur je tedy mnohem delší. Této hodnotě se podnik blížil v roce 2005, 2006 a 2007. Nejnížší doba obratu je 81 dní, které dosáhl podnik v roce 2006. Naproti tomu s nejdelší dobou obratu pohledávek se podnik potýkal v roce 2008. V tomto roce byla doba obratu 129 dní, což však bylo nejspíše spojeno s hospodářskou krizí, se kterou se potýkala světová ekonomika. Odběratelé podniku se v tomto roce potýkali se zhoršenou platební schopností, což ovlivnilo i jeho vlastní výsledky.

Druhým ukazatelem je doba obratu závazků. Ta udává, za kolik dní jsou splaceny podnikové závazky. Nejdelší doba splatnosti závazků byla v roce 2008, kdy dosáhla dokonce hodnoty 330 dní. Jak je tedy vidět, i podnik sám se potýkal se zhoršenou platební schopností, nejen jeho odběratelé. Naproti tomu nejkratší byla v roce 2006, ve výši 98 dní.

Při porovnání těchto dvou ukazatelů, by obecně měla být kratší doba splatnosti pohledávek. Toho bylo dodrženo ve všech sledovaných letech a pravidlo solventnosti tedy nebylo porušeno. Srovnání vývoje doby obratu těchto dvou ukazatelů je uvedeno v následujícím grafu č. 3.4.

Graf. 3.4 – Srovnání vývoje doby obratu pohledávek a závazků v letech 2005 – 2009 (dny)



3. 2. 3 Ukazatele zadluženosti

Tab. 3.3 – Ukazatele zadluženosti (v %, počet krytí)

Ukazatel	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
Podíl vl. kapitálu na aktivech	14,77	40,54	48,22	19,90	30,16
Celková zadluženost	85,23	59,44	51,77	79,68	70,54
Dlouhodobá zadluženost	4,30	8,76	4,28	9,44	17,27
Běžná zadluženost	48,62	39,47	39,80	65,47	54,65
Zadluženost vlastního kapitálu	577,13	146,60	107,35	400,48	239,69
Úrokové krytí	3,52	105,42	420,94	236,51	3967,58
Úrokové zatížení	28,37	0,95	0,24	0,42	0,03

Tato skupina ukazatelů umožňuje hodnotit různé stránky finanční stability podniku a její vývoj je opět po všechny sledované roky proměnlivý. Prvním ukazatelem je podíl vlastního kapitálu na aktivech, který udává, jak je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. Čím vyšší je jeho hodnota, tím pevnější je finanční stabilita, avšak hodnota nesmí být ani neúměrně vysoká, protože by to vedlo k poklesu výkonnosti.

Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2007 a to ve výši 48,22%. V tomto roce tedy byl tedy poměr mezi zdroji krytí majetku podniku vyrovnaný. Naproti tomu nejnižších hodnot bylo dosaženo v letech 2005 a 2008, kdy podnik nebyl schopen pokrýt svůj majetek vlastními zdroji ani z 20%. V těchto letech byl tedy majetek nejvíce financován ze zdrojů věřitelů a tedy i celková zadluženost podniku byla nejvyšší.

Analogickými ukazateli k celkové zadluženosti je dlouhodobá a běžná zadluženost, které přibližují strukturu cizích zdrojů podniku. Z výsledků uvedených v tabulce 3.3 je patrné, že podnik pro financování z cizích zdrojů využívá především ty krátkodobé. Běžná zadluženost se ve všech sledovaných letech pohybuje okolo 40%, s výjimkou roku 2008, kdy dosáhla 65,47%.

Dalším ukazatelem ve skupině je zadluženost vlastního kapitálu. Akceptovatelná hodnota u stabilních společností by se měla pohybovat mezi 80 – 120%. Toto rozpětí však bylo dodrženo pouze v roce 2007 a v roce 2008 jen mírně překročeno. V ostatních letech byla hodnota zadluženosti vlastního kapitálu mnohonásobně vyšší. V roce 2005 dosáhla dokonce 577,13%. V tomto roce se totiž podnik potýkal s mimořádně nízkým výsledkem hospodaření, navíc hodnotu vlastního kapitálu zásadním způsobem snižuje i neuhrazená ztráta z minulých let.

Posledními dvěma ukazateli v této skupině jsou úrokové krytí a zatížení. U těchto ukazatelů můžeme v tabulce 3.3 vidět opravdu velké rozdíly. Úrokové krytí vykazuje dlouhodobě rostoucí trend, s výjimkou roku 2008, kdy došlo k menšímu poklesu. V prvním sledovaném roce pokryl provozní zisk nákladové úroky podniku 3,52x, naproti tomu v posledním roce je počet pokrytí dokonce 3967,58. To je způsobeno tím, že nákladové úroky podniku zásadním způsobem klesají a provozní výsledek hospodaření naopak roste. V porovnání s tímto ukazatelem by měla hodnota úrokového zatížení naopak klesat. Tento trend byl také dodržen, s výjimkou roku 2008, kdy úrokové zatížení nepatrně vzrostlo. V posledním roce však došlo k opětovnému snížení až na hodnotu 0,03.

3. 2. 4 Ukazatele likvidity

Tab. 3.4 – Ukazatele likvidity (počet úhrad, tis. Kč)

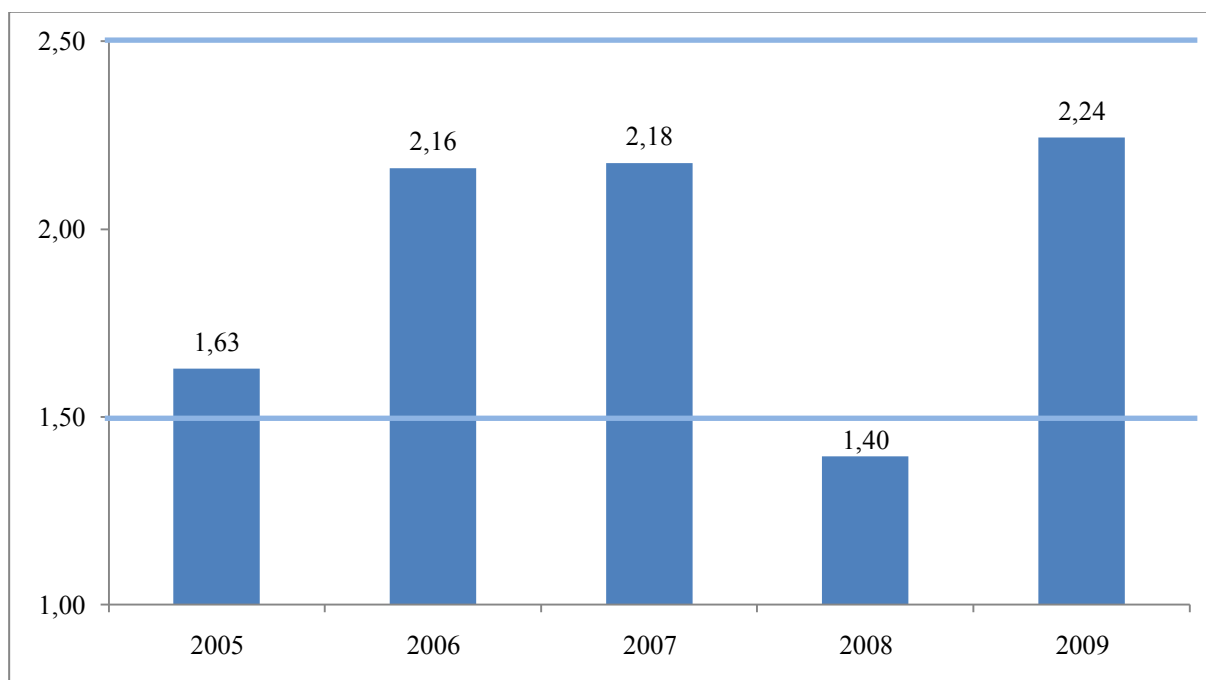
Ukazatel	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita	1,63	2,16	2,18	1,40	2,24
Pohotová likvidita	0,73	1,14	1,56	0,92	1,37
Okamžitá likvidita	0,22	0,32	0,91	0,53	0,55
Čistý pracovní kapitál	376 840	571 495	930 363	759 343	1 492 780

Tato poslední skupina ukazatelů je zaměřená na rozbor schopnosti podniku dostát svým závazkům. První tři ukazatele jsou poměrové a čtvrtý je rozdílový. I v této skupině je vývoj jednotlivých ukazatelů v zásadě proměnlivý. Hodnoty všech ukazatelů nejprve postupně rostou, v roce 2008 dojde k poklesu a v roce 2009 opět k následnému nárůstu. Zásadní změna v roce 2008 byla způsobena především nárůstem krátkodobých závazků. Rok 2008 byl totiž vrcholem hospodářské krize, což se projevilo i na krátkodobých závazcích podniku.

Prvním ukazatelem ve skupině je běžná likvidita. Jeho přiměřená hodnota by se měla obecně pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5. Těchto doporučených hodnot je dosaženo ve všech letech, kromě roku 2008, kdy byla běžná likvidita na úrovni 1,4. Tato hodnota je však pouze nepatrně nižší než doporučená hranice. Situace, kdy podnik dodržuje stanovenou hranici, je značně výhodná, a to především z hlediska získávání nových finančních prostředků. Z pohledu věřitelů je stabilní úroveň likvidity jakousi zárukou, že své finanční prostředky nebude muset obtížné získat zpět. Dále to pak napovídá tomu, že nebude ohrožena ani rentabilita podniku, neboť jsou peněžní prostředky ukládány ve výnosnějších formách aktiv.

Dalším ukazatelem je pohotová likvidita. Jak již bylo dříve řečeno, pohotová likvidita eliminuje nedostatky likvidity běžné a to tím, že bere v úvahu pohotové peněžní prostředky. Doporučená hodnota se pohybuje v rozmezí 1,0 – 1,5. Tato doporučené rozpětí nebylo dodrženo hned ve dvou letech. V roce 2005, kdy byla pohotová likvidita 0,73 a v roce 2008, kdy byla její hodnota 0,92. Tyto hodnoty jsou způsobeny především vysokou vázaností oběžných aktiv v zásobách.

Graf. 3.5 – Vývoj celkové likvidity v letech 2005 – 2009 (dny)



Posledním poměrovým ukazatelem je okamžitá likvidita. Protože jde však o ukazatel nestabilní, používá se pouze pro dokreslení. Výsledky naznačují, že ve sledovaném období na tom byl podnik nejhůře s likviditou v roce 2005. Tehdy byla hodnota závazků podniku tak vysoká, že by peněžní prostředky postačily pouze na pokrytí jejich 22%. Naproti tomu nejlépe na tom byl podnik v roce 2007, kdy by peněžní prostředky vystačily na pokrytí 91% krátkodobých závazků.

Skupinu uzavírá rozdílový ukazatel čistý pracovní kapitál. Ten umožňuje oddělit v oběžných aktivech tu část prostředků, které bude bezprostředně potřeba na úhradu závazků od té, kterou je možno využít k financování podnikových záměrů. Ve všech sledovaných letech je hodnota čistého pracovního kapitálu kladná, což znamená, že podnik měl k dispozici i volné peněžní prostředky. Nejlepších hodnot přitom bylo dosaženo v roce 2009, kdy měl podnik k dispozici dokonce až 1 492 780 tis. Kč.

3.3 Analýza soustav ukazatelů

Pro analýzu soustav ukazatelů bylo využito celkem třech modelů. U prvních dvou se jedná o modely bankrotní, jsou jimi Altmanův a Tafflerův model. Posledním použitým modelem je pak Kralickův Quick-test, který je modelem bonitním. Pro výpočet byla opět využita data za pět let (2005 – 2009). Podrobné výpočty dílčích ukazatelů i souhrnných hodnot jsou uvedeny v příloze č. 5.

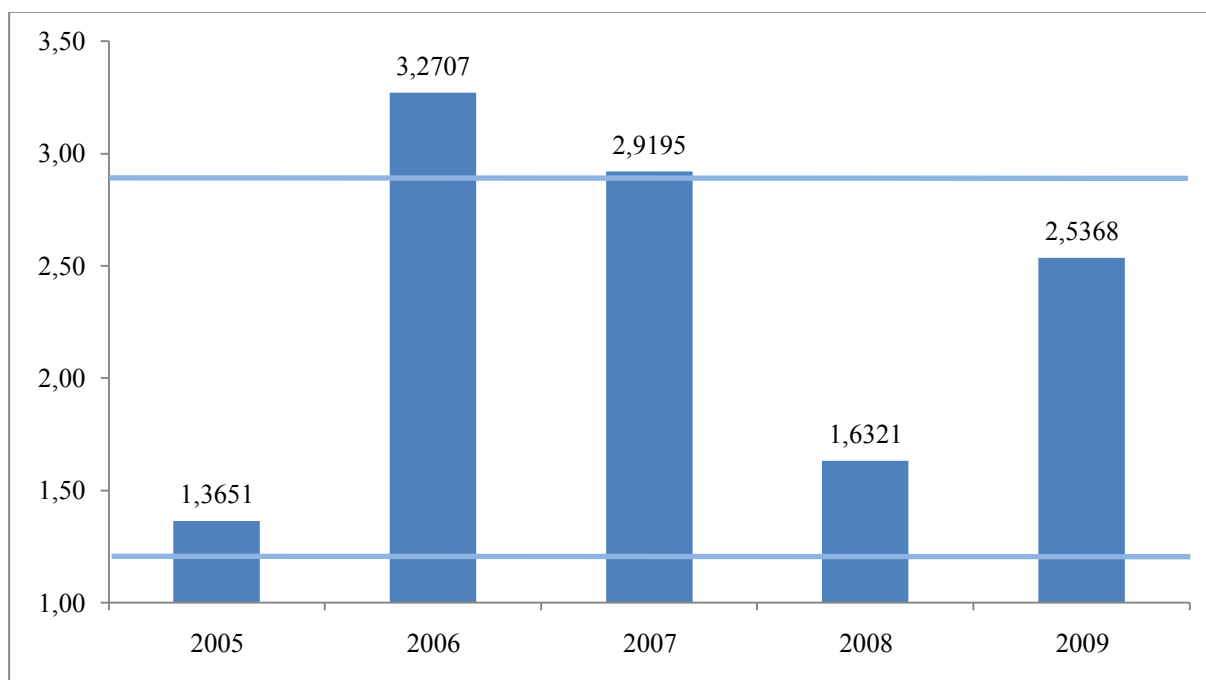
3.3.1 Altmanův model

Tab. 3.5 – Altmanův model

Ukazatel	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
Z	1,3651	3,2707	2,9195	1,6321	2,5368

Vzhledem k tomu, že společnost nemá akcie volně obchodovatelné na kapitálovém trhu, byl tedy pro výpočet použit Altmanův model, který je vytvořen speciálně pro podmínky těchto společností. Z výsledných hodnot můžeme vidět, že výsledky podniku se značně liší. Pásma prosperity, resp. minimální pravděpodobnosti bankrotu, které se nachází od hodnoty 2,9 výše, podnik dosáhl hned dvakrát. Nejprve v roce 2006, kdy hodnota Z činila 3,2707 a v roce 2007, kdy byla jeho hodnota těsně nad hranicí a činila 2,9195. V ostatních letech se podnik nachází v šedé zóně. Toto pásmo se nachází v rozpětí 1,2 – 1,9. V roce 2005, kdy byla hodnota Z nejnižší, byla jen těsně nad spodní hranicí. To je však důsledkem toho, že podnik v tomto roce hospodařil s enormně nízkým výsledkem hospodaření a navíc se potýkal se ztrátou z minulých let. Pokles v roce pak 2008 zapříčinila hospodářská krize, se kterou se potýkala celá ekonomika a to se projevilo i na výsledcích podniku. Vývoj výsledných hodnot Altmanova modelu je možné vidět v grafu 3.6, kde jsou vyznačeny také hranice jednotlivých pásem.

Graf. 3.6 – Vývoj hodnot Altmanova modelu v letech 2005 – 2009



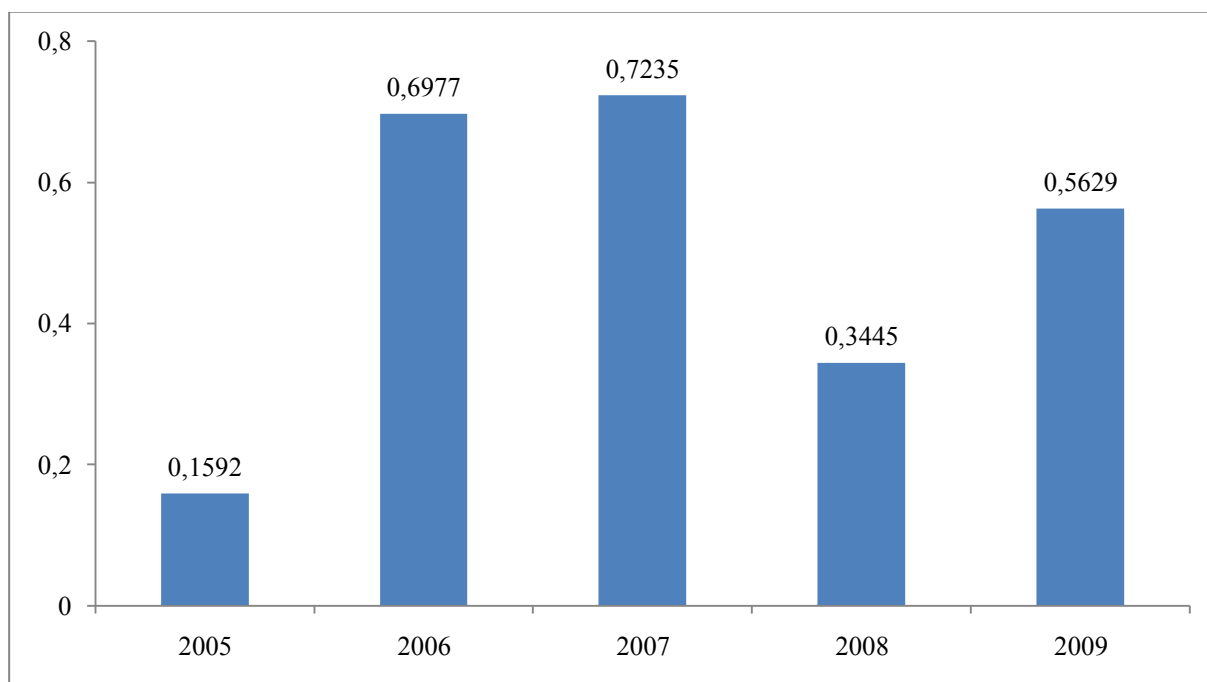
3. 3. 2 Tafflerův model

Tab. 3.6 – Tafflerův model

Ukazatel	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
Z_T	0,1592	0,6977	0,7235	0,3445	0,5629

Tento model využívá ukazatelů, které odrážejí klíčové charakteristiky platební neschopnosti společnosti. Hraničním bodem mezi pásmy je 0. Jak je možné vidět v tabulce 3. 6 nebo v grafu 3. 7, pohybují se všechny vypočtené hodnoty Tafflerova modelu v plusových hodnotách, tedy nad úrovní 0. Vývoj hodnot je však proměnlivý. V roce 2005 byla hodnota Z_T nejnižší, a to pouze 0,1592 v následujících letech pak došlo k nárůstu až na hodnotu 0,7235. V roce 2008 pak opět díky následkům hospodářské krize nastal větší pokles, avšak v roce 2009 hodnota opět vzrostla na 0,5629. Ze zjištěných výsledků lze tedy usoudit, že pravděpodobnost bankrotu společnosti je tedy jen malá.

Graf. 3.7 – Vývoj hodnot základního Tafflerova modelu v letech 2005 – 2009



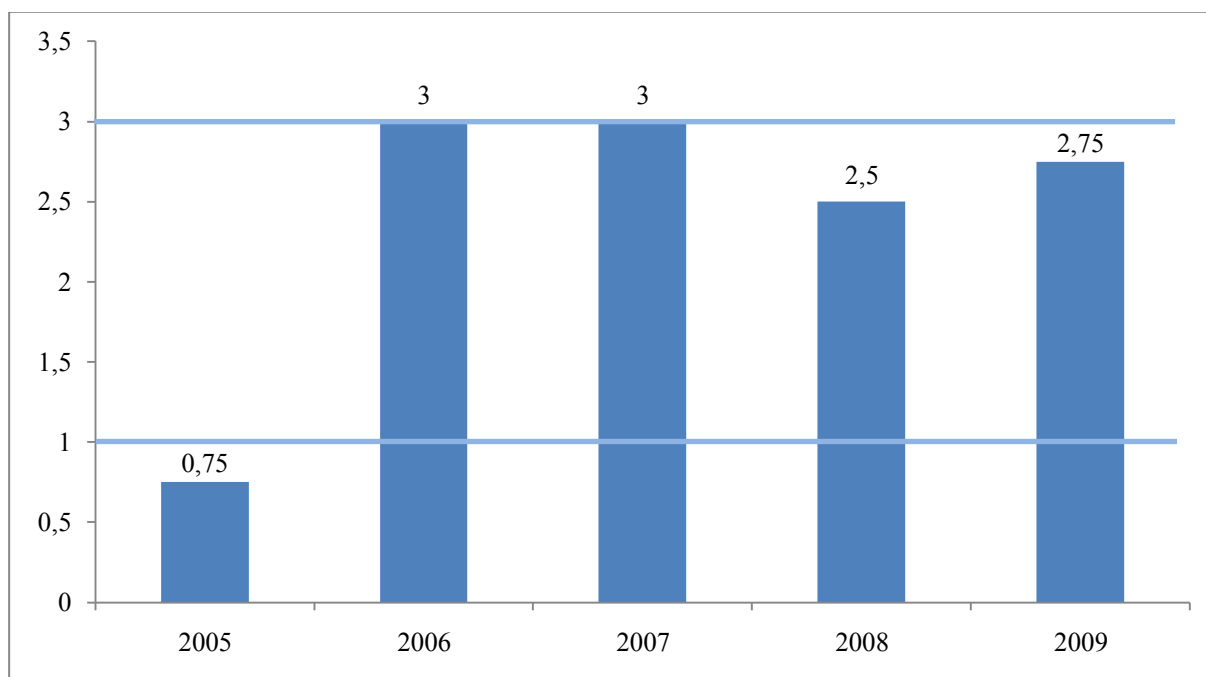
3. 3. 3 Kralickův Quick-test

Tab. 3.7 – Kralickův Quick-test

Ukazatel	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
Finanční stabilita	1	2	2	1	2
Výnosová situace	0,5	4	4	4	3,5
Celková finanční situace	0,75	3	3	2,5	2,75

Kralickův Quick-test je na rozdíl od předchozích, bankrotních modelů modelem bonitním. Jeho interpretace je však obdobná. Celková finanční situace podniku ve sledovaném období zasahuje do všech třech pásem. V prvním roce dokonce zasáhla do pásma, které signalizuje potíže s finančním hospodařením firmy. Jak již bylo dříve řečeno, způsobuje to postupné vzpamatovávání se ze ztráty z předchozích let. Celková finanční situace dosáhla pouze ohodnocení 0,75 bodů. V dalších letech však byly výsledky naopak vynikající. Podnik dokonce v letech 2006 a 2007 dosáhlo hodnoty 3 body, což představuje hranici podniků bonitních. V roce 2008 došlo opět k poklesu a společně s rokem 2009 se podnik dostal do pásma šedé zóny, kde nejsou finanční výsledky jinak vyhraněny.

Graf. 3.8 – Vývoj celkové finanční situace v letech 2005 – 2009 (body)



3. 3. 4 Srovnání výsledků soustav ukazatelů

Z výsledků jednotlivých modelů, které jsou uvedeny v tabulce 3.8 je vidět, že nejlépe na tom byl podnik s výkonností v roce 2006 a 2007. V těchto letech byl vždy zařazen do pásma minimální pravděpodobnosti bankrotu a podle Kralickova Quick-testu jde o podnik bonitní. Naproti tomu v roce 2005 se podnik nacházel šedé zóně, nebo jen mírně nad její hranicí a podle Quick-testu měl v tomto roce dokonce potíže s finančním hospodařením, což potvrzují i výsledky finanční analýzy. Ve zbylých letech se podnik nacházel spíše v pásmu šedé zóny, kdy tedy jeho výsledky tedy nebyly nějak vyhraněny.

Tab. 3.8 – Srovnání výsledků soustav ukazatelů v letech 2005 – 2009 (pásma)

Model	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
Altmanův model	"šedá zóna"	minimální pravděpod. bankrotu	minimální pravděpod. bankrotu	"šedá zóna"	"šedá zóna"
Tafflerův model	minimální pravděpod. bankrotu	minimální pravděpod. bankrotu	minimální pravděpod. bankrotu	minimální pravděpod. bankrotu	minimální pravděpod. bankrotu
Kralickýv Quick-test	potíže s finančním hospodařením	bonitní podnik	bonitní podnik	"šedá zóna"	"šedá zóna"

3.4 Stanovení hodnoty podniku

Pro stanovení hodnoty podniku ŠKODA VAGONKA a.s. bylo využito dvou výnosových metod. První z nich je metoda diskontovaného peněžního toku DFC_{Entity} , druhou pak metoda kapitalizovaných zisků. Veškeré podrobné výpočty obou použitých metod jsou uvedeny v přílohách 6 a 7.

3.4.1 Finanční plán

Výchozím předpokladem pro využití výnosových metod je sestavení finančního plánu, především pak u metody diskontovaných peněžních toků. Plán je sestaven na základě výsledků hospodaření v předchozích letech a provedené finanční analýzy. Plánovaným obdobím je následujících pět let, tedy roky 2010 – 2014, přičemž výchozím obdobím pro stanovení plánu je rok 2009. Finanční plán obsahuje plánovaný výkaz zisku a ztráty a rozvahu.

Prognóza vývoje tržeb

Na základě provedené analýzy vývoje tržeb v letech 2005 – 2009, bylo stanoveno, že tržby společnosti budou i nadále mírně růst a to tempem 5% ročně. Předpokládaný vývoj tržeb je uveden v tabulce 3.9.

Tab. 3.9 – Prognóza vývoje tržeb (v tis. Kč)

	Rok					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	3 275 353	3 439 121	3 611 077	3 791 631	3 981 212	4 180 273

Prognóza vývoje nákladů

Odhad vývoje nákladů byl proveden na základě podílu na tržbách. Dle vývoje tohoto podílu v předchozích letech byly náklady pro plánované období stanoveny ve výši 85% tržeb. Plánovaný vývoj nákladů je uveden v tabulce 3.10.

Tab. 3.10 – Prognóza vývoje nákladů (v tis. Kč)

	Rok					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Náklady	2 532 876	2 923 253	3 069 415	3 222 886	3 384 030	3 553 232

Prognóza vývoje odpisů

Obdobně jako odhad vývoje nákladů, byl stanoven i předpokládaný vývoj odpisů. Ty ve výchozím roce 2009 činily přibližně 0,8% tržeb. Tento podíl bych zachován i pro plán a očekávaný vývoj odpisů je tedy uveden v tabulce 3.11.

Tab. 3.11 – Prognóza vývoje odpisů (v tis. Kč)

	Rok					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Odpisy	25 778	27 513	28 889	30 333	31 850	33 442

Prognóza vývoje investic

Investiční činnost podniku je soustředěna především na udržování výrobních kapacit a požadované úrovně technologií. Na základě těchto skutečností a analýzy investic v předchozích letech byla stanovena jejich výše na 1,2% z tržeb.

Tab. 3.12 – Prognóza vývoje investic (v tis. Kč)

	Rok					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Investice	53 032	41 269	43 333	45 500	47 775	50 163

Prognóza vývoje sazby daně z příjmů a nákladových úroků

Dalšími předpoklady potřebnými pro sestavení finančního plánu je sazba daně z příjmů právnických osob. Ta byla ve výchozím roce 19% a její změna se v budoucnu nepřepokládá. Proto se bude pro potřeby plánu počítat s její konstantní výši 19%.

Dále pak nákladové úroky. Ty zaznamenaly v předchozích letech postupný pokles a vzhledem k tomu, že podnik nemá ani žádné bankovní úvěry a výpomoci, bude tento vývoj zachován. Ve finančním plánu tedy nákladové úroky každý rok klesají a to tempem 25%.

Prognóza vývoje rozvahových položek

Pro účely sestavení plánu bylo dále potřeba stanovit vývoj jednotlivých rozvahových položek. Položky, jejich změna se předpokládá jsou oběžná aktiva a krátkodobé závazky. Bylo tedy stanoveno, že oběžná aktiva podniku budou růst tempem 7% ročně a krátkodobé závazky budou se vyvíjet stejným tempem jako tržby, tedy 5% roční růst. Ostatní položky, jako časová rozlišení, základní kapitál, rezervní fond, kapitálové fondy a rezervy zůstávají v konstantní, ve stejné výši, jako ve výchozím roce 2009.

Plánované finanční výkazy

Na základě výše uvedených skutečností byl sestaven plánovaný výkaz zisku a ztráty a rozvaha, které jsou uvedeny v tabulkách 3.13 a 3.14.

Tab. 3.13 – Plánovaný výkaz zisku a ztráty na období let 2010 – 2014 (v tis. Kč)

Výkaz zisku a ztráty	Rok					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	3 275 353	3 439 121	3 611 077	3 791 631	3 981 212	4 180 273
Náklady	2 532 876	2 923 253	3 069 415	3 222 886	3 384 030	3 553 232
Odpisy	25 778	27 513	28 889	30 333	31 850	33 442
Provozní výsledek hospodaření	793 516	488 355	512 773	538 412	565 332	593 599
Úroky	200	150	113	84	63	47
Výsledek hospodaření před zdaněním	811 383	488 205	512 660	538 327	565 269	593 551
Daň z příjmů právnických osob	136 433	92 759	97 405	102 282	107 401	112 775
Výsledek hospodaření za účet. období	674 950	395 446	415 255	436 045	457 868	480 777

Tab. 3.14 – Plánovaná rozvaha na období let 2010 – 2014 (v tis. Kč)

Rozvaha	Rok					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	2 975 710	3 178 017	3 394 211	3 625 251	3 872 159	4 136 032
Dlouhodobý majetek	277 075	290 831	305 275	320 442	336 367	353 088
Oběžná aktiva	2 693 590	2 882 141	3 083 891	3 299 764	3 530 747	3 777 899
Ostatní oběžná aktiva	2 615 242	2 798 309	2 994 191	3 203 784	3 428 049	3 668 012
Peněžní prostředky a ekvivalenty	78 348	83 832	89 701	95 980	102 698	109 887
Časové rozlišení	5 045	5 045	5 045	5 045	5 045	5 045
PASIVA CELKEM	2 975 710	3 178 017	3 394 211	3 625 251	3 872 159	4 136 032
Vlastní kapitál	875 766	1 018 033	1 171 184	1 336 029	1 513 433	1 704 327
Základní kapitál	106 734	106 734	106 734	106 734	106 734	106 734
Kapitálové fondy	- 54 403	- 54 403	- 54 403	- 54 403	- 54 403	- 54 403
Rezervní fond	23 365	23 365	23 365	23 365	23 365	23 365
Výsledek hospodaření z minulých let	125 120	546 891	680 233	824 288	979 869	1 147 854
Výsledek hospodaření běž. účet. období	674 950	395 446	415 255	436 045	457 868	480 777
Cizí zdroje	2 099 112	2 159 153	2 222 195	2 288 390	2 357 894	2 430 874
Rezervy	384 495	384 495	384 495	384 495	384 495	384 495
Dlouhodobé závazky	513 807	513 807	513 807	513 807	513 807	513 807
Krátkodobé závazky	1 200 810	1 260 851	1 323 893	1 390 088	1 459 592	1 532 572
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	832	832	832	832	832	832

3. 4. 2 Stanovení volných peněžních toků FCF_t

Na základě výše uvedených prognóz výsledku hospodaření, odpisů, změny čistého pracovního kapitálu a investic byly volné peněžní toky podniku stanoveny dle vzorce 2.30 uvedeného v teoreticko-metodologické části práce. Plánované peněžní toky jsou uvedeny v tabulce 3.15.

Tab. 3.15 – Plánované volné peněžní toky na období let 2010 – 2014 (v tis. Kč)

Volné peněžní toky	Rok					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Výsledek hospodaření za účet. období	674 950	395 446	415 255	436 045	457 868	480 777
Odpisy	25 778	27 513	28 889	30 333	31 850	33 442
Δ Čistého pracovního kapitálu	572 419	128 511	138 707	149 678	161 479	174 173
Investice	53 032	41 269	43 333	45 500	47 775	50 163
FCF_t	75 277	253 179	262 104	271 200	280 464	289 883

3. 4. 3 Stanovení nákladů na celkový kapitál WACC

Stanovení nákladů vlastní kapitál

Jelikož je ekonomika České Republiky ekonomikou s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování je nejvhodnějším postupem pro stanovení nákladů na vlastní kapitál využití stavebnicových modelů. Podle této metody jsou nejprve stanoveny náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, viz vzorec 2.33 uvedený v teoreticko-metodologické části. Ten se pak dále převádí na náklady zadlužené firmy a propočítávají se náklady vlastního kapitálu. Avšak společnost ŠKODA VAGONKA je podnikem nezadluženým, protože v posledních 5 letech nevykazuje žádné bankovní úvěry a výpomoci. Z toho důvodu není třeba v propočtech dále pokračovat a celkové náklady podniku jsou stanoveny za pomoci rizikových premií. Výsledné hodnoty rizikových premií, včetně celkových nákladů na kapitál jsou uvedeny v tabulce 3.16.

Stanovení bezrizikové úrokové míry R_F

Bezriziková úroková míra byla stanovena na základě výnosů 15letých vládních dluhopisů, které jsou obecně považovány za bezrizikové investice. Tato míra byla v roce 2007 ve výši 4,77%, v roce 2008 to bylo 4,57% a v posledním roce 4,50%. Pro následující období byla teda bezriziková úroková míra stanovena v konstantní výši na úrovni 4,40%.

Stanovení rizikové přírážky charakterizující velikost podniku R_{LA}

Stanovení rizikové přírážky, která charakterizuje velikost podniku, spočívá v porovnávání velikosti úplatných zdrojů podniku s jejich určitou, předem stanovenou úrovní. Úplatné zdroje podniku se stanoví jako součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a obligací. V případně společnosti ŠKODA VAGONKA jsou úplatné zdroje pouze ve výši vlastního kapitálu, protože jde o nezadlužený podnik, jak již bylo výše řečeno a také o podnik, který nevydává obligace.

Stanovení rizikové přírážky charakterizující produkční sílu $R_{\text{podnikatelské}}$

Riziková přírážka, která charakterizuje produkční sílu je založena na porovnávání poměrového ukazatele ROA (rentabilita aktiv) s ukazatelem X_1 , jehož postup výpočtu je uveden v teoreticko-metodologické části práce. Úroková míra byla pro účely tohoto výpočtu stanovena na úrovni 6%. Protože jde o podnik nezadlužený a skutečná výše úrokové míry není zcela jasná. Proto byla stanovena vzhledem k výsledkům finanční analýzy o něco vyšší, než je bezriziková úroková míra. Vzhledem k tomu, že ve všech plánovaných letech ukazatel ROA značně převyšuje hodnotu X_1 , je výše rizikové přírážky $R_{\text{podnikatelské}}$ ve všech letech na úrovni 0%.

Stanovení rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity R_{finstab}

Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity spočívá v porovnávání hodnoty ukazatele celkové likvidity podniku s doporučenými hodnotami pro daný rok. V případě podniku ŠKODA VAGONKA se všechny hodnoty likvidity pohybovaly v intervalu doporučených hodnot. Proto bylo pro stanovení zapotřebí využít vzorec 2.40. V posledním plánovaném byla výše rizikové přírážky tak nízká, že po jejím zaokrouhlení byla stanovena na úrovni 0%.

Tab. 3.16 – Stanovení nákladů na celkový kapitál (v %)

	Rok					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R_F	4,50	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
R_{LA}	2,68	2,34	1,99	1,65	1,31	1,00
$R_{\text{podnikatelské}}$	0	0	0	0	0	0
R_{finstab}	0,30	0,20	0,13	0,08	0,03	0
$WACC_U$	7,48	6,94	6,52	6,13	5,74	5,40

3. 4. 4 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF_{Entity}

Pro stanovení hodnoty podniku na bázi DCF_{Entity} byla využita dvoufázová metoda. První fáze spočívá ve stanovení hodnoty podniku diskontováním plánovaných peněžních příjmů celkovými náklady kapitálu. Délka první fáze je 4 roky, tedy 2010 – 2013. V druhé fázi jsou pak v průběhu nejasné budoucnosti brány v úvahu konstantní peněžní toky v posledním roce plánu.

Druhá fáze tedy začíná rokem 2014 a pokračuje dále. Její výpočet spočívá ve stanovení trvalé, pokračující hodnoty podniku. Tu zjistíme jako úroveň disponibilního příjmu v prvním roce po plánovaném období, kterou je třeba vydělit náklady kapitálu snížené o předpokládanou míru růstu v 2. fázi (g). Předpokládaná míra růstu pro 2. fázi je byla stanovena ve výši 1%. Takto vypočítanou trvalou hodnotu je pak dále potřeba pro zjištění pokračující hodnoty diskontovat.

Vypočtenou hodnotu podniku v 1. a v 2. fázi je možné vidět v následujících dvou tabulkách 3.17. a 3.18

Tab. 3.17 – Stanovení hodnoty podniku v 1. fázi (v tis. Kč, v %)

	Rok			
	2010	2011	2012	2013
FCF_t	253 179	262 104	271 200	280 464
WACC	6,94	6,52	6,13	5,74
Diskontní faktor	0,9351	0,8813	0,8365	0,7999
$DFCF_t$	236 748	230 992	226 859	224 343
Hodnota podniku v 1. fázi	918 942 tis. Kč			

Tab. 3.18 – Stanovení hodnoty podniku v 2. fázi (v tis. Kč, v %)

	Rok 2014
FCF_t	289 883
WACC	5,40
g	1
TV	6 588 250
Diskontní faktor	0,7999
PH (pokračující hodnota)	5 269 941 tis. Kč

Hodnota podniku Škoda Vagonka a.s. jako celku stanovená na základě výnosové metody DCF_{Entity} je součtem hodnot podniku za první fázi a druhou fázi, tedy pokračující hodnoty. Celková hodnota podniku (V) k 1. 1. 2010 činí 6 188 883 tis. Kč.

Pro získání hodnoty vlastního kapitálu je dále potřeba odečíst hodnotu dlouhodobých cizích zdrojů podniku (závazků). Po odečtení je tedy výsledná hodnota vlastního kapitálu **5 675 076 tis. Kč.**

3. 4. 5 Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků

Druhou metodou využitou pro stanovení hodnoty podniku je metoda kapitalizovaných zisků. Konkrétně pak metoda paušální. Ta na rozdíl od metody DCF_{Entity} vychází z historických dat, tedy ze skutečných výsledků hospodaření v minulých letech. Základním předpokladem pro ocenění paušální metodou je, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jako dosahoval v minulosti. Data, využitá pro stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků, jsou za posledních 5 let činnosti podniku, tedy za období let 2005 – 2009.

Jak již bylo dříve uvedeno, klíčovým údajem je tzv. trvale udržitelný zisk, což je výsledek hospodaření upravený o určité korekce a inflaci. Výše provedených korekcí a upraveného výsledků v jednotlivých letech jsou uvedeny v následující tabulce 3.19.

Tab. 3.19 – Výsledek hospodaření upravený o korekce (v tis. Kč)

	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
Výsledek hospodaření před zdaněním	69 612	446 246	659 817	551 696	811 383
(+) Odpisy	18 566	17 179	14 114	30 957	25 778
(-) Finanční výnosy	33 741	16 696	21 577	33 062	120 638
(-) Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	397	1 619	3 371	1 782	2 750
(+) Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	7 199	10 292	1 761	8 168	76 211
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
(+) Mimořádné náklady	8 447	0	0	0	0
Výsledek hospodaření upravený o korekce UVH	69 686	455 402	650 744	555 977	789 984

U takto upraveného výsledku hospodaření je dále třeba zohlednit míru inflace. Tuto hodnotu lze získat za pomoci cenových indexů. Nejprve je potřeba vypočítat cenový index řetězový, ze kterého je vypočten cenový index bazický, který je vztažen k poslednímu roku sledovaného období. Vzorce pro výpočet cenových indexů jsou následující:

$$CI \text{ řetězový}_t = (\text{míra inflace}_t + 100)/100 \quad (3.1)$$

$$CI \text{ bazický}_t = \left(\frac{CI \text{ řetězový}_{t+1}}{CI \text{ řetězový}_t} \right) \quad (3.2)$$

Trvale udržitelný zisk lze pak následně vypočítat jako vážený aritmetický průměr jednotlivých upravených výsledků hospodaření. K nim je poté třeba připočítat váhy. A to tak, že platí, čím aktuálnější data, tím je vyšší i jejich váha. Konečné upravené výsledky hospodaření jsou uvedeny v následující tabulce č. 3.20.

Tab. 3.20 – Upravený výsledek hospodaření před odpisy upravený o inflaci (v tis. Kč)

	Rok				
	2005	2006	2007	2008	2009
UVH před odpisy	69 686	455 402	650 744	555 977	789 984
Cenový index řetězový	1,025	1,028	1,063	1,010	1,015
Cenový index bazický vztažený k roku 2010	0,893	0,918	0,975	0,985	1,000
UVH upravený o inflaci	78 066	496 267	667 110	564 317	789 984
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci · váhy	78 066	992 534	2 001 331	2 257 267	3 949 920

Z vypočtených výsledků hospodaření upravených korekce a o inflaci, včetně zohlednění vah, byl zjištěn trvale udržitelný zisk, u kterého je ještě nakonec potřeba zohlednit odpisy a daň. Protože mají nejaktuálnější data největší váhu, jsou pro tento výpočet využity i nejaktuálnější odpisy a daň z příjmů právnických osob, tedy za poslední rok 2009. Takto vypočítaný trvale udržitelný zisk po dani je pro potřebu zjištění hodnoty vlastního kapitálu dále potřeba upravit kalkulovanou úrokovou mírou. Ta byla stanovena na základě posouzení hlavních stránek dosavadních podnikatelských aktivit společnosti s využitím expertního odhadu jejich vývoje v budoucnu. Hodnoty jednotlivých odhadnutých rizikových přírážek jsou uvedeny v následující tabulce 3.21.

Tab. 3.21 – Stanovení kapitalizační úrokové míry (v %)

Položka	Hodnota
Bezriziková úroková míra	4,50
Přirážka za provozní riziko	3,50
Přirážka za obchodní riziko	4,00
Přirážka za finanční riziko	3,00
Kapitalizační úroková míra	15,00

Stanovenou kapitalizační úrokovou míru je následně potřeba snížit o předpokládanou míru inflace. A to proto, že paušální metoda počítá se stálými cenami, zatímco běžně zveřejňovaná výnosnost státních dluhopisů, která souží jako východisko pro výpočet kalkulované úrokové míry, je uváděna ve své nominální výši, tedy včetně inflace. Hodnotu vlastního kapitálu podniku na závěr získáme tak, že se trvale udržitelný zisk po dani, dělí kalkulovanou úrokovou mírou sníženou o inflaci. Jednotlivé kroky výpočtu jsou uvedeny v následující tabulce č. 3.22.

Tab. 3.22 – Stanovení hodnoty vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Položka	Hodnota
Suma UVH upraveného o inflaci ² · váhy	9 279 117
Suma vah	15
Trvale udržitelný zisk před odpisy	618 608
Odpisy z reprodukčních cen v posledním roce	25 778
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	592 830
Daň z příjmů právnických osob (19%)	112 638
Trvale udržitelný zisk po dani	480 192
Předpokládaná dlouhodobá míra inflace	2,50
Kalkulovaná úroková míra snížená o inflaci	12,50
Hodnota vlastního kapitálu	3 841 537 tis. Kč

Hodnota vlastního kapitálu podniku ŠKODA VAGONKA a.s. k 1. 1. 2010 stanovená na základě paušální metody kapitalizovaných zisků činí **3 841 537 tis. Kč**. Takto oceněný současný potenciál podniku nezachycuje budoucí růstové příležitosti a lze jej považovat za odhad dolní hranice výnosové hodnoty podniku.

3. 4. 6 Srovnání výsledků

Pro stanovení hodnoty podniku ŠKODA VAGONKA a. s. bylo využito dvou metod. Jsou jimi metoda diskontovaných peněžních toků DCF_{Entity} a paušální metoda kapitalizovaných zisků. Obě patří do skupiny metod výnosových, které se opírají o analýzu výnosů podniku. Srovnání výsledků jednotlivých metod je uvedeno v tabulce 3.23. Pro komparaci je zde uvedena i účetní hodnota vlastního kapitálu podniku k 31. 12. 2009, resp. 1. 1. 2010. Ta se stanoví jako účetní hodnota aktiv, od které je odečtena účetní hodnota závazků a dluhů podniku. Jedná se o nejnižší možnou hodnotu ocenění vlastního kapitálu podniku, protože vychází ze skutečných údajů zachycených v rozvaze a nezohledňuje tržní ocenění.

Jak je vidět v tabulce 3.23, nejvyšší hodnota vlastního kapitálu podniku byla získána metodou DCF_{Entity} . To je způsobeno tím, že tato metoda počítá s určitým budoucím vývojem, na rozdíl od metody kapitalizovaných zisků, která naopak přepokládá stejné výsledky jako v minulosti. Výsledkem použitých metod tedy nikdy není jedna přesně stanovená hodnota, avšak spíše interval, ve kterém by se hodnota podniku měla pohybovat.

Skutečná hodnota podniku by se měla pohybovat v intervalu mezi nejnižší možnou hranicí, kterou představuje účetní hodnota vlastního kapitálu, tedy od 1 261 093 tis. Kč do horní hranice 5 675 076 tis. Kč, stanovené metodou diskontovaných peněžních toků.

Tab. 3.23 – Srovnání výsledků použitých výnosových metod (v tis. Kč)

Použitá metoda	Hodnota vlastního kapitálu
Metoda diskontovaných peněžních toků DCF_{Entity}	5 675 076
Metoda kapitalizovaných zisků	3 841 537
Účetní hodnota vlastního kapitálu	1 261 093

4. Návrhy a doporučení

Práce je rozdělena na dvě základní části. První byla věnována pohledu do minulosti, tedy na zhodnocení hospodaření podniku v minulých letech. Druhá, hlavní část pak byla věnována budoucnosti, tedy finančnímu plánování a stanovení hodnoty podniku. Od tohoto členění se také odvíjejí dva směry možných návrhů a doporučení, které je možné navrhnout.

Jak již bylo řečeno, první část práce je věnována hodnocení výkonnosti podniku. Pro tyto účely byla provedena finanční analýza pomocí jednotlivých poměrových ukazatelů a také jejich soustav v podobě bonitních a bankrotních indikátorů. Co se týče analýzy poměrových ukazatelů, je dlouhodobý vývoj podniku na dobré úrovni. Od roku 2005, kdy se podnik stále ještě potýkal se ztrátou z předchozích let, se jeho výsledky neustále zlepšují. V roce 2008 sice došlo k menšímu výkyvu, který byl způsoben vlivem světové hospodářské krize, která v tomto roce stagnovala, avšak k zásadnímu ohrožení výkonnosti a stability podniku nedošlo. Tomu nasvědčují i výsledky získané z analýzy soustav ukazatelů. V roce 2005 se podnik nacházel v pásnu, které naznačuje, že existují problémy s finančním hospodařením. Avšak v dalších letech se výkonnost zásadním způsobem zlepšila, až na úroveň pásma s minimální pravděpodobností bankrotu. Výkyv v roce 2008 sice posunul podnik do pásma šedé zóny, avšak následně došlo k opětovnému zlepšení. Celkově lze tedy konstatovat, že vývoj výkonnosti podniku je pozitivní a podnik by se měl pokusit o zachování tohoto trendu a jeho další zlepšení. Jako vhodný prostor pro zlepšení se nabízí například oblast kapitálové struktury podniku. Poměr dlouhodobých a krátkodobých cizích zdrojů financování a trvale vloženého vlastního kapitálu je ve sledovaných letech poměrně dost proměnlivý. V roce 2005 byl majetek podniku financován pouze z 15 % vlastními zdroji, naproti tomu v roce 2007 to bylo z 48%. Podnik by si měl především stanovit, jaká je rozhodující kapitálová struktura, které by chtěl dosáhnout, protože mimo jiných i finanční rozhodnutí ovlivňují hospodaření podniku a tím vlastně i jeho tržní hodnotu.

Hlavním zaměřením práce bylo stanovení hodnoty podniku za pomocí vybraných metod. Z výsledků použitých výnosových metod oceňování vyplývá, že by se tržní hodnota vlastního kapitálu měla pohybovat někde v intervalu mezi účetní hodnotou vlastního kapitálu a hodnotou stanovenou metodou diskontovaných peněžních toků DCF_{Entity} . Tedy v intervalu mezi hodnotami 1 261 093 tis. Kč a 5 675 076 tis. Kč. Takto vypočtený interval má však omezenou vypovídající schopnost. Účetní hodnota vlastního kapitálu podniku je stanovena na základě skutečných údajů uvedených v rozvaze a nezachycuje tedy skutečnou tržní hodnotu.

Naproti tomu metoda DCF_{Entity} je založena na dlouhodobém finančním plánování, které se může ve skutečnosti od plánu značně lišit. A to jak pozitivním, tak negativním způsobem. Prvním doporučením pro společnost v této oblasti je tedy věnovat více pozornosti finančnímu plánování. Nestanovovat pouze souhrnné položky výkazů, ale pokusit se také odhadnout podrobnější strukturu budoucího vývoje majetku, zdrojů či výsledků hospodaření podniku. To by mohlo hlavně v delším časovém horizontu umožnit určit položky, jejichž plánování je snadno předvídatelné a položky, jejichž plánování je obtížné a těm se podrobněji věnovat. Přesnější finanční plán, který by měl od skutečných výsledků hospodaření menší odchylky, by umožnil stanovit i přesnější tržní hodnotu podniku.

Dále by se měl podnik zaměřit nejen na udržování, ale také na další zvyšování jeho hodnoty. Toho lze dosáhnout například tím, že podnik nebude investovat pouze do udržování výrobního programu a požadované úrovně technologií, ale tím, že bude investovat do svého dalšího rozvoje. Jako vhodný směr rozvoje se jeví například získávání nových trhů. Podnik v současnosti dodává nejen na tuzemský trh, ale také do Litvy, Finska nebo nově na Slovensko. V případě, že by se mu podařilo dále rozšířit nově získaný kontrakt na Ukrajinu, bude mu tím otevřen další velký trh, ze kterého bude mít společnost případně snadnější přístup i k jiným zemím východní Evropy. Dalším zdrojem rozvojových možností je rozšíření sortimentu. Co se týče elektrických jednotek, nabízí podnik šest různých řad kolejových vozů. Naproti tomu pro provoz na regionálních tratích vyrábí podnik pouze jednu řadu motorových vozů. Vývoj a výroba nového typu motorových vozů pro regionální přepravu by mohla poskytnout podniku další prostor pro kontrakty nejen na zahraničních trzích, ale také na trhu tuzemském, který by se mohl ze strany elektrických jednotek pro přepravu v okolí velkých měst časem naplnit. Dalším prostorem pro rozšíření by mohlo být přizpůsobení elektrických jednotek na chladnější prostředí severských zemí. V současnosti je nabízena pouze jedna verze těchto jednotek, která však byla vytvořena pouze pro klimatické a technické podmínky již zmíněného ukrajinského kontraktu.

5. Závěr

Cílem práce bylo stanovení hodnoty podniku ŠKODA VAGONKA a. s. k 1. 1. 2010, za pomoci vybraných metod oceňování. Pro stanovení hodnoty byly využity dvě základní výnosové metody. Těmito jsou metoda diskontovaných peněžních toků DCF_{Entity} a paušální metoda kapitalizovaných zisků. Pro určení nejnižší možné hodnoty podniku byla dále vyčíslena skutečná účetní hodnota vlastního kapitálu podniku.

První kapitola práce byla věnována teoreticko-metodologickým východiskům práce. V první části kapitoly byla nejprve zařazena metodika finanční analýzy pro potřeby hodnocení výkonnosti podniku. A to především analýza za pomoci poměrových ukazatelů rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity a analýza soustav ukazatelů. Druhá část pak byla věnována teoretickým východiskům samotného procesu oceňování, se zaměřením na výnosové metody, které byly pro stanovení hodnoty podniku v práci také využity.

Druhá kapitola je již zaměřena na aplikaci na konkrétní podmínky vybraného podniku. Tímto podnikem je akciová společnost ŠKODA VAGONKA, jejímž hlavním předmětem podnikání je výroba a prodej osobních kolejových vozidel. První podkapitola byla tedy vyhrazena pro bližší seznámení s podnikem. Druhá je již věnována hodnocení výkonnosti podniku. Pro tyto účely byla využita analýza prostřednictvím čtyř základních skupin poměrových ukazatelů. Těmi jsou ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Z výsledků poměrových ukazatelů vyplývá, že nejlépe na tom byl podnik v roce 2006 a 2007. V těchto letech zaznamenal podnik ve všech ohledech růst. Naopak nejhorších výsledků dosahuje podnik v roce 2005 a 2008. V roce 2005 se podnik potýkal s poměrně vysokou ztrátou i minulých let a to i přes postupnou tendenci růstu nadále ovlivňovalo jeho výsledky. V roce 2008 pak výsledky podniku ovlivnila hospodářská krize. I přesto, že jde o podnik, který funguje na základě dlouhodobě naplánovaných zakázek, a jeho stabilita by touto situací nemusela být zásadně ovlivněna, projevil se dopad krize především na jeho partnerech a tím i nepřímo na podniku. V posledním sledovaném roce 2009 pak došlo ve všech ohledech k opětovnému nárůstu a následky hospodářské krize se začaly postupně vytrácet.

Pro hodnocení výkonnosti byly dále využity soustavy ukazatelů ve formě bonitních a bankrotních indikátorů. Z možných bankrotních indikátorů byl využit Altmanův model pro podniky, jejichž akcie nejsou volně obchodovatelné na kapitálovém trhu a Tafflerův model. Dále byl jako bonitní indikátor zařazen Kralický Quick-test.

Z výsledků soustav ukazatelů pak vyplývá, stejně jako z výsledků poměrové analýzy, že nejlépe na tom byl podnik v letech 2006 a 2007. Tehdy se podnik nacházel u obou bankrotních modelů v pásmu minimální pravděpodobnosti bankrotu a z opačného, ratingového hlediska byl zařazen mezi podniky bonitní. Naproti tomu v roce 2005 byly vykazovány dokonce potíže s finančním hospodařením a podnik se nacházel v pásmu šedé zóny nebo jen těsně nad její hranicí. V ostatních letech 2008 a 2009 pak výsledky podniku nebyly nějak zvláště vyhraněny a pohybovaly se spíše v pásmu šedé zóny.

Poslední podkapitola aplikační části byla již věnována stanovení hodnoty podniku. Jak již bylo řečeno, pro tyto účely byly využity dvě výnosové metody. Metoda diskontovaných peněžních toků DCF ve verzi Entity a paušální metoda kapitalizovaných zisků. Pro komparaci byla pak ještě vyčíslena skutečná účetní hodnota vlastního kapitálu podniku dle údajů v rozvaze. Z výsledků aplikovaných metod vyplývá, že hodnota podniku k 1. 1. 2010 by se měla pohybovat v intervalu mezi 1 261 093 tis. Kč, což je hodnota stanovená účetní metodou a hodnotou 3 841 537 tis. Kč, která byla určena za pomoci metody DCF_{Entity} .

Poslední kapitola práce je zaměřena na návrhy a doporučení, které lze podniku na základě výsledků práce poradit. Zde bylo podniku doporučeno zaměřit se na kapitálovou strukturu, která je poměrně proměnlivá, protože finanční rozhodnutí ovlivňují nejen hospodaření podniku, ale také jeho hodnotu. Co se týče samotné stanovené hodnoty, bylo společnosti doporučeno pokusit se o její přesnější stanovení a to tím, že bude věnovat větší pozornost finančnímu plánování. Dále pak pokusit se o další zvyšování jeho hodnoty prostřednictvím vlastního rozvoje, který by mohl být dosáhnut získáváním nových trhů nebo rozšířením určitých skupin nabízených výrobků.

Seznam použité literatury

Knihy

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KANÁPKOVÁ, A.; PAVELKOVÁ, D. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.

MAREK, P. *Studijní průvodce financemi podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 624 s. ISBN 80-86119-37-8.

MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*, 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

MRKVIČKA, J.; KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. přepr. vyd. Praha: ASPI, 2006. 228 s. ISBN 80-7357-219-2.

RICHTER, F.; TIMMRECK, Ch. *Unternehmensbewertung: Moderne Instrumente und Lösungsansätze*. 1. Ausgabe. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2004. 451 s. ISBN 3-7910-2255-5.

RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 144 s. ISBN 978-80-247-3308-1.

SABOLOVIČ, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola, 2008. 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.

SPREMANN, K.; ERNST, D. *Unternehmensbewertung: Grundlagen und Praxis*. 1. Ausgabe. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag, 2011. 200 s. ISBN 978-3-486-58930-6.

Internetové zdroje

Česká národní banka [online]. 5. 5. 2011 [cit. 2011-06-26]. Aktuální prognóza ČNB. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html#inflace>.

Česká národní banka [online]. 2003 [cit. 2011-06-27]. Databáze časových řad ARAD. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=450&p_strid=EBA&p_lang=CS>.

Český statistický úřad [online]. 2011 [cit. 2011-06-26]. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/home>>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2005 [cit. 2011-06-26]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/>>.

Škoda Vagonka a. s. [online]. 2011 [cit. 2011-06-26]. Dostupné z WWW: <<http://www.vagonka.cz/>>.

Ostatní zdroje

Interní materiály společnosti

KAŠÍK, J. Manažerská diagnostika a terapeutika A. *přednáška – Hodnota podniku*. VŠB – TU Ostrava, Ekonomická fakulta. 2009.

Výroční zprávy společnosti za období let 2005 – 2009

Seznam zkratek

A	aktiva celkem
A. G.	Aktien Gesellschaft (akciová společnost)
APM	arbitrážní model oceňování
a. s.	akciová společnost
běž.	běžný
C	celkový kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CI	cenový index
CS	celková finanční situace
CZ	čistý zisk
ČPK	čistý pracovní kapitál
D	úročený cizí kapitál
DCF_{Entity}	metoda diskontovaných peněžních toků ve verzi Entity
DCF_t	diskontované peněžní toky
DIV	dividendy
dl.	dlouhodobý
E	vlastní kapitál
EAT	čistý zisk, zisk po zdanění
EBIT	zisk před úroky a daněmi
EBT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota

FCFF	volné peněžníky toky pro vlastníky a věřitele
FCF_t	volné peněžní toky v jednotlivých letech
FS	finanční stabilita
g	předpokládaná míra růstu FCF
i	úroková míra
INV	investiční výdaje
kr.	krátkodobý
NOPAT	zisk z operační činnosti podniku
pravděpod.	pravděpodobnost
R	kalkulovaná úroková míra
R_D	náklady na úročený cizí kapitál
R_E	náklady na vlastní kapitál
resp.	respektive
R_F	bezriziková úroková míra
$R_{finstab}$	riziková přírážka charakterizující finanční likviditu
R_{LA}	riziková přírážka charakterizující velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka charakterizující produkční sílu
s. r. o.	společnost s ručením omezeným
T	počet let zahrnutých do výpočtu
TV	pokračující hodnota podniku

UHV	upravený hospodářský výsledek
UM	úroková míra
UZ	úplatné zdroje
účet.	účetní
V	hodnota podniku
vl.	vlastní
VS	výnosová situace
WACC	náklady na celkový kapitál
WACC _L	náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
w _t	váhy přiřazené jednotlivým obdobím
WACC _U	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
Z	trvale udržitelný zisk
ΔČPK	změna čistého pracovního kapitálu

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 11. 7. 2011

.....

Magda Daňhelová

Adresa trvalého pobytu studenta:

Na Nábřeží 71/213, 736 01 Havířov

Přílohy

Příloha č. 1 – Rozvaha v plném rozsahu k 31. 12. 2005 – 2009

Příloha č. 2 – Výkaz zisku a ztráty k 31. 12. 2005 – 2009

Příloha č. 3 – Organizační struktura podniku ŠKODA VAGONKA a. s.

Příloha č. 4 – Výpočet ukazatelů poměrové analýzy

Příloha č. 5 – Výpočet soustav ukazatelů

Příloha č. 6 – Výpočet hodnoty podniku metodou diskontovaných peněžních toků DCF_{Entity}

Příloha č. 7 – Výpočet hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků